

UNIVERSITÉ DE MONTPELLIER. — FACULTÉ DE DROIT

---

LES  
EMPRUNTS  
DE GUERRE

---

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(SECTION ÈS SCIENCES ÉCONOMIQUES ET POLITIQUES)

PAR

JEAN TEILLARD



MONTPELLIER  
IMPRIMERIE DE LA MANUFACTURE DE LA CHARITÉ  
(Pierre-Rouge)

—  
1921





LES  
EMPRUNTS  
DE GUERRE









UNIVERSITÉ DE MONTPELLIER. — FACULTÉ DE DROIT

---

LES  
EMPRUNTS  
DE GUERRE

---

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(SECTION ÈS SCIENCES ÉCONOMIQUES ET POLITIQUES)



PAR

JEAN TEILLARD



MONTPELLIER  
IMPRIMERIE DE LA MANUFACTURE DE LA CHARITÉ  
(Pierre-Rouge)

—  
1921

# UNIVERSITÉ DE MONTPELLIER

---

## FACULTÉ DE DROIT

---

**MM. Valéry**, Doyen, professeur de Droit commercial, chargé du cours de Droit international privé.

**Moye**, professeur de Droit international public, assesseur.

**Charmont**, professeur de Droit civil (en congé).

**Morin**, professeur de Droit civil.

**Donnedieu de Vabres**, professeur de Droit criminel.

**Becque**, professeur de Droit civil.

**De Nesmes-Desmarets**, professeur de Droit administratif.

**Roche-Agussol**, agrégé d'Economie politique.

**Bastid**, chargé de cours de Droit constitutionnel.

**Dijol**, chargé de cours de Procédure.

**Vincent**, chargé de cours de Droit romain.

**Bosc**, chargé de cours de Droit civil.

**Suret**, chargé de cours d'Economie politique.

**Guenoun**, chargé de cours de Droit romain.

**Vialleton**, chargé de cours de Droit civil.

**Vigié et Brémont**, Doyens honoraires.

**Laborde**, professeur honoraire.

**Chausse**, professeur honoraire.

**Rochette**, secrétaire.

### MEMBRES DU JURY :

*Président* : **M. J. Valéry.**

*Suffragants* : { **MM. Moye.**  
**Roche-Agussol.**

---

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions écrites dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.



## BIBLIOGRAPHIE

---

ALLIX (E). — *Traité élémentaire de Science des finances*. Paris, Rousseau et Cie, 1921.

Banque Commerciale italienne. — *Le mouvement économique de l'Italie*. Milan, Gustavo Modiano, 1919.

Banque d'Italie. — *La circulation fiduciaire et le marché monétaire en Italie pendant et après la guerre*. — Rome, imprimerie editrice Romana, 1920.

Banque de France. — *Rapports annuels*. Paris, Paul Dupont.

BACHI (Riccardo). — *L'Italia economica*. Vol. 1915. — 1916 — 1917 — 1918, 4 volumes. Roma, Societa editrice Dante Alighieri.

BORGATTA (Gino). — *Gli studi economico finanziari dopo la guerra*, Roma Athenœum 1920.

BENDIXEN (Friedrich). — *Kriegsanleihe und Finanznot, zwei Finanzpolitische vorschläge*. Iena, Gustav Fischer.

BUERKLEIN (W). — *Die Deutsche Finanzlage beim Friedensschluss*.

CERFBERR DE MEDELSHEIM. — *Le nerf de la guerre*. Paris, Berger-Levrault, 1916.

Conférence de Bruxelles. — *Rapport n° IV et mémoires relatifs aux finances internationales et aux systèmes monétaires des différents pays* ; London, Harrison and sons, 1920.

CRESPOLANI (Riccardo). — *Prestito continuato di guerra e rendita consolidata 3,5 0/0* modena, Societa Tipografica Modenese.

*Currencies after the War. — A Survey of conditions in various countries. Compiled under the auspices of the international secretariat of the league of nations*, London, Harrison and sons, 1920.

EHEBERG. — *Kriegsfinanzen*, Leipzig.

EINAUDI (Luigi). — *Il problema della finanza post bellica*, Milano, Fratelli Treves, 1920.

*France financière et économique (La)*. — Paris, Imprimerie nationale, 1919.

FOXWELL (H.-S.). — *Papers on current finance*, London, Macmillan et C<sup>ie</sup>, 1919.

GRIZIOTTI (Benvenuto). — *La diversa pressione tributaria del prestito e del imposta*, Roma athenœum, 1917.

LACHAPELLE (G.). — *Les finances britanniques*. Paris, Librairie de la Société du Recueil Sirey, 1920.

JÈZE (G.). — *Les Finances de Guerre de l'Angleterre*, 1915, 1916, 1917, 1918, 5 volumes. Paris, Giard et E. Brière.

JÈZE (G.). — *Les Finances de Guerre de la France*, 1915, 1918, 1920, 3 volumes. Paris, Giard et E. Brière.

MAGNI (Ettore). — *Finanza e vittoria*, Roma, Tipografia cooperativa Sociale, 1917.

NOTZKE (J.). — *Deutschland finanz und handels gesetze im Kriege*, Berlin, Carl Flemming, 1917.

LEROY-BEAULIEU (Paul). — *Science des Finances*.

PRION (W.). — *Inflation und geldenwertung Steuer und anleihe politik in England wahrend des Krieses*. Berlin, Julius Springer.

RESPONDECK. — *Steuer und anleihe politik in Frankreich wahrend des Krieses*, Berlin, Julius Springer, 1918.

RIST (Ch.). — *Les Finances de Guerre de l'Allemagne*, Paris, Payot, 1921.

RAFFALOVICH (A.). — *Le marché financier pendant la guerre*, Paris, Alcan, 1920.

Rapports et documents parlementaires. Sénat et Chambre des députés, 1914-1921.

SIMONS. — *Der Friedensvertrag und seine Finanziellen Folgen*. Berlin, Mittler et Sohn, 1920.

SCHIFFER. — *Deutschland Finanzlage nach dem Kriege*, Berlin, Julius Springer, 1919.



- SANTOPONTE (Giovanni). — *Il mercato monetario e la guerra*. Roma, Athenæum, 1919.
- SCHWARZ. — *Die Deutsche Finanzlage und weltwirtschaft*. Berlin, Mittler et Sohn, 1920.
- WISSERING (G). — *Problèmes internationaux économiques et financiers*. Paris, Giard et E. Brière, 1920.
- WECCHIO (Gustavo del). — *Economia e Finanza di guerra*. Roma, Athenæum, 1915.

## REVUES ET JOURNAUX

## ALLEMAGNE.

*Die Bank.*  
*Finanz-Archiv.*  
*Frankfurter Zeitung.*  
*Jahrbücher für Nationalökonomie.*  
*Jahrbuch de Schmoller.*

## ANGLETERRE.

*The Economist.*

## FRANCE.

*Bulletin de statistique et de législation comparée.*  
*Économiste français.*  
*Journal des économistes.*  
*Revue de Science et de législation financière.*  
*Revue économique internationale.*  
*Revue d'économie politique.*  
*Action nationale.*  
*Économiste Européen.*  
*Europe nouvelle.*  
*Expansion économique.*  
*Le Parlement et l'opinion.*

## ITALIE.

*L'Économista.*  
*Giornale degli economisti e rivista di statistica.*  
*Nuova Antologia.*

---





# LES EMPRUNTS DE GUERRE

---

## INTRODUCTION

---

### Définition du Crédit. — Caractéristique et limite du Crédit de l'Etat en temps de Guerre.

M. Paul Leroy-Beaulieu, dans son traité de la Science des Finances, définissait le Crédit : « La faculté de se procurer la jouissance d'un capital étranger obtenu librement du véritable propriétaire, soit moyennant promesse de remboursement futur à date fixée, ou à la convenance des parties, soit moyennant une rémunération qui reçoit d'ordinaire le nom d'intérêt et dont la durée peut être limitée ou indéfinie, soit enfin moyennant l'une et l'autre condition. »

La caractéristique importante à retenir, c'est qu'il n'y a crédit véritable que si le capital est obtenu librement, quels que soient le mode et la condition de rémunération. Sinon il s'agit d'une contribution déguisée, d'un impôt de guerre, masqué sous l'apparence d'une convention, dans laquelle une seule partie aurait imposé sa volonté à l'autre.

Mais ces richesses, dont un gouvernement a besoin pour

la conduite de la guerre et qu'il désire obtenir en faisant appel au Crédit, que sont-elles ? Quelles sont leur étendue et leurs limites qui marqueront elles-mêmes les limites que pourra atteindre le Crédit ?

L'Etat dispose seulement des richesses présentes : Marchandises existant actuellement, services des individus existant actuellement ; il est impossible d'utiliser des richesses futures ; tout ce qui est nécessaire à la guerre doit-être ou bien produit pendant la guerre même ou bien faire partie du stock préexistant, dans le pays lui-même, ou à l'étranger.

Par contre, il n'est pas douteux que l'Etat utilise l'épargne future, en vue de se procurer les richesses présentes. Il semble cependant étrange de dire épargne future, quand on pense que les emprunts sont en principe soldés aux guichets d'émission en numéraire. Ce n'est qu'une apparence en effet ; lorsque les premières émissions ont épuisé l'épargne avec quoi les souscripteurs acquittent-ils leurs titres ? Lorsque tout le capital circulant disponible à l'ouverture des hostilités, a été absorbé, l'Etat vient en aide aux souscripteurs et à lui-même.

Par les émissions de billets de banque ou d'Etat, par la multiplication du crédit en banque, il se procure directement des ressources qui déjà hypothèquent l'avenir ; une partie de ces mêmes ressources lui reviendra encore sous forme de souscription aux emprunts.

De cette façon l'épargne future est frappée deux fois : Par la nécessité du remboursement des billets ou des crédits et par la nécessité de l'amortissement des emprunts, ou tout au moins du service des intérêts, si l'Etat a contracté en-perpétuel.

Si le crédit est limité aux richesses présentes, ces richesses elles-mêmes sont plus restreintes qu'on pourrait se l'imaginer, car ne doivent entrer en ligne de compte que les richesses susceptibles d'utilisation actuelle. Et cela est bien



exact, si l'on considère la situation d'un Etat qui a tenté de dépasser cette borne; on s'aperçoit qu'il y est ramené automatiquement, malgré lui, mais non sans dommage pour l'économie nationale. Un équilibre doit nécessairement se produire et malgré des oscillations, le crédit et la richesse doivent finir par s'égaliser. Le degré de tension de l'effort demandé au crédit se manifeste par des symptômes qui sont pour un gouvernement des avertissements qu'il serait coupable de négliger : Hausse des changes étrangers, dépréciation de la monnaie intérieure. Ces deux phénomènes se produisent concurremment sans que l'on puisse songer à agir sur eux d'une manière efficace et durable autrement qu'en se rapprochant de l'équilibre momentanément rompu entre la production et le crédit.

La notion du crédit, tel que le définit M. P. Leroy-Beaulieu ne se trouve peut-être pas entièrement réalisée en temps de guerre.

L'intervention des facteurs économiques se combine avec celle d'autres facteurs; il faut compter d'abord avec le rôle essentiel du sentiment patriotique, parfois aussi dans une certaine mesure avec la menace plus ou moins directe de l'emprunt forcé exprimé un jour ouvertement par M. Carlo Schanzer, ministre du Trésor italien (exposé financier du 16 décembre 1919).

« Dans la mesure de nos forces nous croyons avoir fait notre devoir. Ce que peut faire un ministère c'est bien peu de chose. C'est le peuple qui est le véritable artisan de la vie nationale et notre salut dépend de la conscience dont il fera preuve à cette heure toute pleine de difficultés et de dangers.

« Tout le monde, sans exception aucune, doit faire son devoir en souscrivant à l'emprunt. Si la bourgeoisie n'y contribue pas de toutes ses forces, elle signera son abdication. En contribuant au salut de l'Etat aujourd'hui chacun

se sauvera soi-même. Tant pis pour celui qui ne sait pas comprendre ; s'il est des aveugles à ce point qui refusent de donner à l'Etat leurs ressources, qu'ils n'oublient pas cette loi supérieure, à la fois de morale humaine et de nécessité politique, qui ferait un devoir à l'Etat de demander par coercion, ce qu'il n'aurait pas réussi à obtenir de la libre volonté de tous les citoyens. »

Nous allons exposer dans la suite de cette introduction la théorie générale des emprunts de guerre, la politique financière et la situation des dettes publiques à la veille des hostilités. Nous étudierons ensuite dans une première partie la politique financière et les emprunts pendant la guerre, et dans une deuxième partie la politique financière d'après guerre et la liquidation des dettes publiques.

Cette étude sera consacrée aux belligérants suivants :

France, Angleterre, Italie, Allemagne.

## 1<sup>o</sup> — THÉORIE GÉNÉRALE DES EMPRUNTS DE GUERRE

**Moyens dont dispose l'Etat pour financer la guerre. —  
Impôts ou emprunts.**

La guerre est une source d'emprunts publics, soit par sa préparation, soit par sa conduite. L'effort financier qu'elle exige croît au fur et à mesure des moyens d'action mis au service des belligérants, et l'étendue des opérations nécessite chaque fois un sacrifice immédiat tel qu'on aurait pu l'imaginer difficilement à la veille des derniers conflits.

Les moyens de financer une guerre, ont varié au cours des siècles. Ne pouvant compter sur les ressources du crédit public on a dû d'abord amasser en temps de paix le trésor



destiné à soutenir les hostilités; on a recouru ensuite aux impôts de guerre et enfin plus récemment à l'emprunt.

Ces trois modes ont pu se superposer, par exemple en Allemagne, où un trésor et l'impôt extraordinaire de 1913 faisait partie de sa préparation, tandis que dès l'ouverture des hostilités elle utilisait ses bons et traites d'Empire et lançait peu après son premier grand emprunt.

L'on a assez discuté avant les événements de la dernière guerre s'il était préférable de recourir uniquement et de préférence, à l'impôt ou à l'emprunt; chacun ayant ses avantages et ses inconvénients a trouvé des partisans.

Quand au Trésor il paraissait bien archaïque, mais l'Allemagne, fidèle à la tradition l'avait conservé, sans accorder probablement à cette institution plus d'importance qu'elle n'en méritait (1). Elle faisait partie de ses ornements guerriers et cadrait bien dans le décor pangermanique avec les canons, les engins perfectionnés, et les effectifs élevés de son armée menaçante.

Quant à l'impôt et à l'emprunt, quels étaient les avantages respectifs qui leur étaient attribués ?

L'emprunt dispense l'Etat d'accumuler une réserve métallique ou mobilière, réalisable immédiatement en cas de danger, ou tout au moins de réduire ces réserves. La faculté pour un Etat d'obtenir aisément la jouissance d'un capital moyennant le paiement d'un intérêt est en soi-même un bien ; mais, par contre, l'emprunt a pour conséquence de relever le taux de l'intérêt en raréfiant le capital disponible et d'augmenter ainsi les frais de la production nationale.

Inversement par rapport à l'emprunt, l'impôt offre l'inconvénient, quand il s'agit de subvenir aux besoins pressants de la guerre, d'être moins rapide que l'emprunt et dans les moments de crise, l'impôt est inférieur à l'emprunt.

---

(1) Il ne faut point cependant oublier son rôle au point de vue de l'émission de la Reichsbank.

On a donc conseillé un régime mixte employant simultanément l'impôt et l'emprunt, le premier pour satisfaire aux besoins de l'Etat, le deuxième pour anticiper sur la rentrée des impôts, au moyen d'émissions à court terme. Cette méthode a été employée par l'Angleterre durant la guerre de Crimée : d'un côté doublement de l'income-tax et augmentation des droits de consommation, de l'autre, émission correspondante de bons de l'Echiquier. Néanmoins elle dut recourir en outre aux emprunts consolidés pour un milliard de francs environ.

Depuis, la politique anglaise au cours de ses guerres coloniales a été de faire toujours appel à l'impôt dans la plus large mesure et ensuite pour le surplus à l'emprunt. En France au contraire, tradition à laquelle nous n'avons point manqué, c'est uniquement avec l'emprunt que l'on fait la guerre.

Dans la guerre de Lybie, l'Italie donna l'exemple de la majeure partie de ses dépenses soldées, au moyen d'excédents budgétaires.

Il est certain que, durant la période antérieure à 1914, lorsqu'il s'agissait de guerre coloniale notamment, quel qu'en fût le coût même élevé comme pour celle du Transvaal, un peuple dont l'activité et l'intégrité nationale n'étaient point atteints, devait se faire un devoir de solder immédiatement, ou au moins dans un court délai, en échelonnant ses prélèvements fiscaux, les frais de la campagne.

Au cours d'une guerre telle que celle que l'Europe vient de traverser la question est plus difficile à résoudre. Malgré un effort même considérable, les ressources de l'impôt sont faibles comparées aux charges imposées par la situation. Au milieu de telles perturbations les impôts préexistants accusent eux-mêmes, d'abord des moins-values notables dans leurs rentrées et la question du moment où un sacrifice nouveau pourra être demandé aux contribuables est des



plus complexes; elle ne peut être résolue qu'en tenant compte des conditions variables dans lesquelles se trouvent les pays belligérants.

Depuis que l'on a constaté qu'au cours d'une longue guerre l'économie nationale, rétablie après l'arrêt brusque causé par l'ouverture des hostilités, pouvait, sans inconvénients, supporter le poids de nouveaux impôts, il est grave d'attendre la conclusion de la paix pour aménager les nouvelles charges fiscales. Elles frapperont brusquement le pays, qui les trouve d'autant plus insupportables, qu'il vient de traverser une période de richesse apparente due à la multiplication des signes monétaires, tandis qu'en réalité, il est appauvri.

« Un peuple énergique et prévoyant se doit à lui-même et à ses descendants de demander simultanément à l'impôt et à l'emprunt les ressources qui lui sont nécessaires dans les temps de crise.

« En bonne administration, à moins que l'Etat n'ait depuis plusieurs années un excédent notable de revenus, toutes les fois qu'on émet un emprunt, on devrait établir un impôt nouveau pour en payer l'intérêt et l'amortissement. (1) »

Pourquoi d'aussi sains principes ont-ils été perdus de vue?

Le plus grand effort dans ce sens a été effectué par l'Angleterre, suivie de loin par l'Italie; ce n'est que bien plus tard que la France et l'Allemagne se sont engagées dans cette voie.

L'Angleterre demandait tout de suite à l'impôt à la fin de l'année 1914-1915, un supplément de liv. st. 15.000.000 et pour l'année 1915-1916 un supplément de liv. st. 64.000.000 par une augmentation de l'income-tax et de la supertax et une élévation des droits sur le thé et sur la bière.

---

(1) Paul LEROY-BEAULIEU, *Traité de la Science des finances*, page 270 (5<sup>e</sup> édit.).

L'Italie s'efforçait au moins au début d'observer le principe d'obtenir les ressources nécessaires au paiement des arrérages avant d'émettre ses emprunts. L'Allemagne, comme le faisait remarquer M. Wirth, ministre des finances, dans son discours du 1<sup>er</sup> juillet 1920, n'a inauguré une politique fiscale qu'en 1916, au moment où le Service de la Dette s'élevait déjà à 2.518,5 milliards de marks, soit autant que le total des recettes de l'Empire en temps de paix.

« Les finances des belligérants suffiraient-elles à tous les besoins en cas de conflit ? », demandait le professeur Flora dans « La Finanza della guerra » et Jean de Bloch, le pacifiste polonais, croyait que si la guerre se prolongeait, « il serait difficile de trouver les fonds nécessaires pour couvrir les dépenses militaires. Certaines nations économiquement et financièrement moins favorisées, seraient même dans l'impossibilité de se les procurer. »

C'est particulièrement l'emprunt sous ses différentes formes qui a répondu en donnant aux belligérants les ressources immenses qui ont soutenu l'effort militaire.

### **Emprunts volontaires ou emprunts forcés.**

L'emprunt en général peut revêtir diverses formes, et il est susceptible d'un classement différent selon le point de vue où l'on se place. On peut le diviser d'abord en emprunt forcé, patriotique, volontaire ordinaire, ou encore en emprunt à court ou à long terme, perpétuel ou amortissable selon que l'on considère le mode d'émission ou la nature de la dette qui en résulte.

La notion d'emprunt purement patriotique ne paraît pas susceptible de réalisation, pour en convenir il suffit de considérer les difficultés que l'on a parfois non seulement à faire rentrer les impôts dont le paiement représente un

devoir impérieux, mais encore à placer des emprunts volontaires à des conditions onéreuses pour l'Etat.

L'emprunt forcé peut revêtir deux formes, ou celle d'une confiscation directe de capital, avec un intérêt minime, 1 % par exemple comme il fut proposé en Italie, mais alors c'est moins un emprunt qu'une contribution extraordinaire de guerre, ou bien consister dans une émission de billets de banque ou d'Etat à cours forcé.

Le premier procédé, extrêmement condamnable, donne de mauvais résultats; violent et oppressif, source de poursuites et d'inquisitions fiscales, il nuit au crédit de l'Etat. Il est particulièrement difficile de procéder à une évaluation même assez approximative des fortunes privées, et par suite de répartir équitablement la charge de l'emprunt forcé. Difficilement supportable lorsque son taux est faible et qu'il constitue une sorte d'impôt sur le capital, son rendement est encore plus mauvais, lorsqu'il devient une grande machine fiscale, à confisquer le capital.

L'on doit également faire rentrer dans la catégorie des emprunts forcés, les paiements effectués en titres de rentes ou en bons du Trésor. A titre d'exemple on peut citer le paiement des réquisitions durant le premier semestre de guerre en France, ainsi que certains paiements en titre 6 % entre les mains d'entrepreneurs, dans les régions libérées, en décembre 1920.

Enfin, la consolidation forcée, ou transformation de la dette flottante en perpétuelle, est une sorte de banqueroute, à classer comme les moyens ci-dessus, dans la catégorie des expédients. Il ne faut pas la confondre, bien entendu, avec la consolidation facultative; autant cette dernière est normale, autant la première est néfaste et constitue une violation du contrat entre l'Etat et son créancier. L'Etat, d'ailleurs, ne manque pas d'en souffrir par la grave atteinte qu'il porte ainsi lui-même à son crédit.



La forme habituelle de l'emprunt forcé consiste dans l'émission de billets de banques ou d'Etat, ou dans le développement de crédits en banque, dont le but est de mettre dans les mains du gouvernement une puissance d'achat artificielle.

### **Moyens de Trésorerie.**

L'emprunt à court terme est constitué par les moyens de Trésorerie et sert à faire face momentanément aux besoins de la caisse de l'Etat; sa caractéristique est d'être temporaire et de précéder soit la rentrée des impôts ou de taxes nouvelles, soit l'émission à un moment plus propice d'un emprunt à plus longue échéance ou même perpétuel.

Le Bon du Trésor est la forme habituelle de l'emprunt à court terme. C'est un billet à échéance variable, 3, 6, 12 mois par exemple, quelquefois déterminée au gré du souscripteur. En France, en temps de paix, la loi de finance déterminait pour chaque exercice la somme maxima qu'ils ne devaient point dépasser. Ce placement était limité mais particulièrement avantageux, puisqu'il assurait un intérêt relativement assez élevé à des capitaux momentanément disponibles; il était très recherché par une clientèle uniquement composée de banquiers.

Durant la dernière guerre, tous les belligérants ont usé sur la plus large échelle de ce moyen. Le placement a été étendu facilement aux particuliers, par une large publicité et des avantages intéressants.

La ressource des Bons du Trésor est très élastique. Par une élévation du taux de l'intérêt, de nouveaux capitaux affluent, mais il ne faut pas perdre de vue que ce procédé dirige vers les caisses de l'Etat, surtout, le capital circulant nécessaire au commerce, à l'industrie, à l'agriculture; en temps de paix, son abus serait préjudiciable à l'économie

nationale, mais justement en temps de guerre, par suite du ralentissement de la vie économique le gouvernement peut puiser avec moins d'inconvénients de larges ressources dans cette circulation.

L'emploi des Bons du Trésor avait été utilement déjà développé en France à la suite de la guerre 1870-71. M. Léon Say, à l'Assemblée nationale, le 24 décembre 1873, déclarait que par suite du relèvement du taux de l'intérêt l'émission était passée de 127 millions le 6 mars 1873 à 173 millions le 31 mars, 215 millions le 19 avril, 300 millions le 10 novembre; il faut noter qu'une grosse partie des capitaux disponibles était engagée à ce moment dans la souscription à l'emprunt.

Une source si avantageuse doit être ménagée en temps de paix, si l'on veut l'utiliser pendant la guerre, au moins pendant la période où brusquement le trésor doit faire face aux dépenses considérables et immédiates de la mobilisation et de l'entrée en campagne. C'est ainsi que l'Italie à la veille de la guerre de Lybie n'avait émis que 75 millions de Bons, alors que la limite était fixée à 300 millions, laissant ainsi une marge de 225 millions au Ministre des finances.

Un gouvernement prévoyant doit, sans tarder, se préoccuper des moyens nécessaires à l'extension de la dette flottante afin d'éviter le danger des échéances trop rapprochées.

La forme qui tient le milieu entre le Bon ordinaire et la rente, est l'obligation dont la durée varie généralement de trois à vingt ans; elle ne s'adresse plus à la même catégorie de capitaux que le bon, mais à l'épargne, qui pourrait aussi bien être placée en perpétuel. Cependant l'obligation offre au public un avantage assez considérable, c'est, en principe, de l'assurer d'un remboursement au pair, par conséquent à l'abri d'une baisse des cours, et de lui permettre de disposer de son argent à une date qui n'est pas laissée au hasard d'un amortissement par tirage ou à la volonté du gouvernement.

Avant de passer à la forme la plus importante de l'emprunt, c'est-à-dire à la dette à très long terme, amortissable ou perpétuelle, il reste à dire quelques mots de modes tombées en désuétude, mais dont l'usage a été autrefois assez répandu dans certains pays : Les systèmes d'emprunt en rentes viagères et les annuités terminables. Le premier n'offre aucune particularité bien intéressante ; quand aux annuités terminables, ce sont des titres portant intérêt fixe pendant une durée allant jusqu'à 99 ans. L'annuité cesse à l'échéance et avec elle la dette du gouvernement. Elles ont été utilisées par l'Angleterre durant la guerre de Crimée subsidiairement à l'emprunt de 16 millions 3 % contracté en 1855. Un avantage additionnel d'une annuité de 14 schillings 6 deniers pendant trente ans fut accordée à chaque 100 liv. st. de souscription.

#### **Emprunts amortissables.**

L'emprunt en rentes amortissables, consiste dans l'émission de titres, dont le remboursement doit être effectué, soit à date fixe, soit par tirage au sort dans un laps de temps déterminé. Ce régime contraint l'Etat à réduire sa dette régulièrement, au moyen d'une inscription aux dépenses ordinaires du budget, de la somme correspondante. La période est plus ou moins longue suivant l'importance du capital et des ressources consacrées à l'amortissement. Celui-ci s'opère d'après un plan ou tableau dressé d'avance, soit au moyen d'annuités, d'intérêt et d'amortissement, constantes pendant toute la durée de l'opération soit avec des annuités variant suivant par exemple une progression arithmétique croissante ou décroissante.

La principal avantage est la réduction de la dette, qui s'opère indépendamment de la volonté des gouvernements portés trop souvent à négliger la question de l'amortisse-



ment. Le sacrifice annuel est d'ailleurs relativement assez faible; la somme consacrée au début va croissante sans charges nouvelles; elle grandit dans la mesure où diminue la somme consacrée aux intérêts. Cette forme d'emprunt permet d'éviter le danger des Bons et Obligations remboursables par grandes masses aux époques fixées, qui peuvent mettre le gouvernement dans l'embarras, et lui faire courir de graves dangers, si l'époque de remboursement survient dans un moment de crise, ou s'il n'a point été prévu de ressources, en temps utile, destinées à y faire face.

L'emprunt perpétuel a sur l'emprunt amortissable l'avantage d'être convertible. D'après l'article 1911 du Code civil, la rente constituée en perpétuel est rachetable. La prudence indique au gouvernement qu'il doit le plus possible conserver intact le droit de conversion et ne consentir à en différer l'exercice que pendant un laps de temps aussi court que possible. Pour que l'exercice de ce droit ne soit pas en fait longtemps différé, il faut que l'emprunt n'ait pas été émis trop au dessous du pair, les avantages d'une prime trop élevée pouvant laisser le public hésitant, entre le droit de se faire rembourser et celui de supporter la conversion.

Malheureusement c'est un usage dont on ne se défait pas facilement en France, que de reconnaître au prêteur un capital nominal supérieur au capital réellement prêté.

Quel est le motif qui peut pousser l'Etat à consentir un tel sacrifice? c'est qu'il attend en échange du côté du souscripteur un sacrifice sur le taux de l'intérêt, en principe plus considérable que celui qu'il consent pour la prime de remboursement.

On adjoint quelquefois à la prime la chance de gagner un lot, dont la valeur peut être considérable; le but est toujours le même, d'attirer le plus de capitaux au meilleur compte possible. Cette combinaison n'est nullement recommandable, elle encourage non l'épargne mais l'esprit de

spéculation et son rendement est inférieur aux sacrifices consentis. Les lots ne tentent point les gros capitalistes qui préfèrent un avantage certain, aux hasards d'un tirage. C'est la petite épargne spécialement qui est attirée et son apport est forcément limité. Enfin surtout l'emprunt à lots est un signe de finances en mauvais état et ne peut que nuire au Crédit de la nation qui l'utilise.

Mauvais au point de vue financier, il a été également très critiqué au point de vue moral, mais il ne faut point cependant l'assimiler à une loterie où l'on perd la mise 999 fois sur 1.000. Dans le cas où la chance ne favorise pas le souscripteur, celui-ci a toujours la certitude d'être remboursé du capital qu'il a versé, il hasarde simplement une portion de l'intérêt, sur laquelle l'Etat prélève les sommes nécessaires à la constitution des lots.

#### **Emprunts à long terme et perpétuels.**

L'emprunt perpétuel, est l'aboutissant général, le grand creuset, où le plus souvent viennent se fondre les obligations contractées par l'Etat. Les moyens de Trésorerie ne sont toujours que provisoires, on peut les renouveler pendant un certain temps, mais non indéfiniment. Il serait bien imprudent de laisser s'amasser une dette flottante par trop considérable. Le moment arrive où il est nécessaire de rendre à la circulation les prélèvements opérés durant les périodes difficiles et, pour cela, de recourir à l'épargne réformée qui peut sans inconvénient recevoir une affectation perpétuelle.

Est-il avantageux ou néfaste, en temps de guerre, de contracter en perpétuel ? A première vue, il apparaît que durant une crise, les conditions de ce genre d'emprunt sont particulièrement onéreuses, par suite de l'état du marché et de l'élévation du loyer de l'argent, d'où résulte une charge

très lourde pour le service de l'emprunt, surtout lorsque les conditions d'une vie économique normale sont à nouveau rétablies.

Toutefois si un emprunt est contracté durant une crise, telle que la guerre, de deux choses l'une : ou bien la crise se poursuit postérieurement à l'émission et alors les conditions restent avantageuses pour le gouvernement, ou bien la crise cesse. Dans ce dernier cas, on dispose d'un moyen important pour diminuer le poids de ses engagements, c'est la conversion.

Sauf l'hypothèse où le gouvernement s'est interdit cette opération, il peut toujours y recourir lorsque les conditions du marché s'améliorent. En effet, à ce moment, par suite des avantages exceptionnels obtenus par les souscripteurs, le titre fait prime, et l'Etat peut donner le choix entre un taux d'intérêt inférieur et un remboursement au pair. Il emprunte au besoin pour effectuer cette opération, pourvu que l'intérêt des nouvelles obligations qu'il contracte ne dépasse point celui offert avec la conversion ; si elle est bien menée, il est peu probable qu'il soit nécessaire de faire un appel de capitaux, au cours du marché, le prêteur préfère encore subir la conversion.

Mais, condition importante, si l'on veut pouvoir convertir, il faut que l'émission ne s'éloigne point du pair, sinon il faut presque y renoncer à cause de l'élévation de la prime de remboursement.

La Dette perpétuelle constitue l'emprunt de guerre type, en France.

La caractéristique de l'emprunt perpétuel consiste dans l'option accordée à l'Etat, entre le paiement perpétuel de la rente convenue, et le rachat de cette rente au moment où il juge opportun de le réaliser d'une manière effective ou de l'offrir au crédit rentier, à telles conditions qu'il juge avantageux de le faire.



Entre autres avantages l'emprunt perpétuel a celui de bénéficier d'une façon plus complète du fait de la lente dépréciation des instruments monétaires, qui allège la dette publique et facilite le service des intérêts. Actuellement, comme on le verra plus loin, les derniers emprunts des belligérants ont été contractés en monnaie tellement dépréciée qu'au lieu de compter sur un avantage de cette nature, ils se trouvent placés en présence d'un grave problème. Ou bien, on continuera de se servir de monnaie dépréciée dont l'influence sera défavorable sur les prix et le marché des changes, et l'Etat pourra peut-être se libérer, ou bien on reviendra à une monnaie saine et l'Etat éprouvera des difficultés même lorsque simplement, il lui faudra payer en bonne monnaie l'intérêt de capitaux prêtés en monnaie dépréciée; à mesure que la valeur de la monnaie augmentera la dette grandira également. Pour ne point sortir des généralités de ce chapitre, nous renvoyons sur ce point, à l'étude particulière des conséquences des emprunts (1).

Dans un emprunt, on distingue le taux nominal, capital représenté par le titre et qui figure au montant de la Dette publique, et le taux réel d'émission, prix auquel l'emprunt est mis en vente dans le public. Si l'un et l'autre sont égaux on dit que l'emprunt est émis au pair.

Les emprunts au pair sont assez rares, surtout en France, et la plupart des Etats ont l'habitude de contracter au-dessous du pair, en se reconnaissant débiteur d'une somme supérieure à celle qu'ils ont reçue. A propos de la conversion les motifs qui poussent à accepter ces conditions ont été indiqués et le bénéfice attendu des deux côtés les rendrait parfaitement admissibles, si les conversions futures n'étaient pas compromises. Ce procédé allège le poids de

---

(1) Voir II<sup>me</sup> partie, chapitre II.

l'emprunt, mais engage l'avenir. En outre, il arrive souvent que l'émission au-dessous du pair a pour but inavoué de masquer simplement aux yeux du public le véritable taux de l'intérêt. C'est encore là un de ces manques de franchise qui nuisent plus au crédit public qu'ils ne le servent.

Quelles que soient les bonnes raisons que l'on puisse invoquer pour soutenir l'opportunité de l'émission au-dessous du pair, un gouvernement devrait ne jamais la pratiquer, ou tout au moins ne s'éloigner du pair que le moins possible. Comme le faisait remarquer M. P. Leroy-Beaulieu. « Qu'on ne dise pas que le public consent difficilement à souscrire des emprunts au pair. Il ne s'y refuse jamais si on a le courage de l'y inviter, de lui donner un intérêt rémunérateur et si on lui promet que pendant un certain nombre d'années cet intérêt ne sera pas diminué... » Qui a intérêt aux émissions au-dessous du pair ? avec son autorité habituelle, M. P. Leroy-Beaulieu répondait : « Les partisans de l'emprunt au-dessous du pair, en fonds d'un intérêt nominale-ment peu élevé, sont généralement les banquiers... Or, on peut dire que ce sont précisément les hommes qui pour la conduite des finances publiques méritent le moins de confiance. Ils sont à la fois remplis de préjugés professionnels et n'ont en vue que leurs intérêts particuliers. L'intérêt du banquier est d'embrouiller autant que possible les finances de l'Etat, de recommander les combinaisons les plus compliquées, afin de se réserver des commissions, des primes, des occasions d'arbitrages. Ce sont donc de forts mauvais juges en cette matière. » Le jugement du savant et regretté économiste est sévère, et il faut reconnaître que s'il a dû être mérité, actuellement les banquiers se font une autre conception de leurs devoirs ; l'aide et le concours qu'ils ont apporté en tous pays à leur gouvernement en est le témoignage.

Le seul moyen efficace, en temps de guerre, pour placer un

emprunt est un appel général au public, en utilisant tous les organismes publics ou privés, financiers ou économiques tels que l'administration des postes ou des contributions directes, les banques, les Caisses d'Épargne, les Compagnies d'assurances, etc...

Le gouvernement peut subsidiairement traiter avec un consortium de grands établissements de crédit qui garantissent une partie de l'émission et se chargent du placement des titres. Mais ce moyen est onéreux et sa garantie insuffisante en présence de la masse énorme des capitaux nécessaires. A l'intérieur son utilité est très contestable, pour un emprunt extérieur au contraire le concours d'un consortium est à peu près indispensable et cela est aisément compréhensible.

#### **Papier monnaie et billets de Banque.**

Il reste pour terminer avec ces généralités à parler des avances faites au Trésor.

Une première catégorie particulière à la France n'a qu'une très faible importance ; le Gouvernement peut solliciter de ses fonctionnaires des avances. En l'espèce, les trésoriers-payeurs généraux agissent en réalité comme les banquiers, recevant des fonds en dépôts des particuliers et en le prêtant ensuite à l'Etat à un taux légèrement plus élevé. Leur rôle ne peut être important, et en tout cas s'il pouvait l'être il serait plus simple de s'adresser directement aux particuliers sans passer par un intermédiaire qui prélève sa part dans l'opération. Ce procédé est d'ailleurs critiquable ; probablement, sans la guerre, on aurait fini par y renoncer, mais le besoin urgent a fait utiliser toutes les sources et donné un regain de vie à celles que l'on croyait près de tarir.

La deuxième catégorie consiste dans les avances d'une banque centrale, ou de plusieurs banques ayant le privilège



de l'émission des billets. On est obligé de rapprocher de ce mode l'émission directe par l'Etat.

Une distinction fondamentale les sépare : le billet d'Etat n'a d'autre garantie que le crédit de l'Etat lui-même ; on dit souvent que l'Etat est honnête homme, et cela suffirait à permettre une émission, sans danger, si par la facilité de se procurer ainsi des ressources gratuites et abondantes, il n'était tenté d'en abuser.

L'émission d'Etat est souvent dangereuse. Il est facile à un gouvernement de rendre ses opérations incontrôlables ; à mesure que son crédit sombre, il s'accroche désespérément à ce moyen, comme à une dernière planche de salut, qui au lieu de le sauver, précipite plus rapidement la catastrophe. Ce n'est pas le manque de garantie métallique ou autres qui est dangereux mais plutôt l'émission exagérée, véritable peste pour les finances de l'Etat et fléau non moins dangereux pour le pays où il sévit.

Le billet de banque en temps ordinaire n'est utilisé que pour les besoins du commerce, et sous le régime du cours légal, n'est pas nécessairement imposé dans les paiements au débiteur, puisque celui-ci peut toujours recourir à la banque d'émission pour échanger les billets contre des espèces métalliques. Le billet est alors garanti par une encaisse métallique et des opérations commerciales ; même dans ce cas la circulation doit être maintenue dans des limites élastiques, mais assez étroites, et correspondre à la masse générale des affaires ; sauf les avances statutaires, peu importantes, à l'Etat, elle ne doit servir qu'à des buts commerciaux.

En temps de guerre l'Etat trouve des ressources considérables dans les banques d'émission, leurs avances constituent une énorme dette, et c'est pourquoi il faut les étudier comme les billets d'Etat, au même titre que les emprunts. C'est un emprunt forcé, semblable à ces remèdes qui soulagent le malade, mais dont il ne peut plus se passer l'usage

et qui finissent par le tuer, s'il n'y a arrêt et réaction, quelques douloureux soient-ils.

Le cours forcé est le moyen employé pour imposer au pays ce mode d'emprunt. M. P. Leroy-Beaulieu était d'avis qu'aucun Etat ne pourrait faire la guerre dorénavant sans recourir à cette mesure; même en Angleterre, où le cours forcé n'a pas été décrété, malgré notamment une émission assez considérable de billets d'Etat, un ensemble de dispositions ont été prises, qui pratiquement sont arrivées au même résultat.

A partir du moment où la circulation fiduciaire est assujettie au cours forcé, le billet de banque devient en réalité un billet d'Etat, puisque le trésor peut se les procurer gratuitement ou à un intérêt minime, et surtout lorsque, comme actuellement, leur gage est pour plus des  $3/4$  constitué par une créance sur le trésor.

La garantie matérielle de l'encaisse métallique est rapidement dépassée, et son pourcentage décroît rapidement, il ne reste plus que la garantie morale des financiers éminents qui dirigent la banque et peuvent dans une certaine mesure freiner les désirs immodérés du Trésor et résister à une émission exagérée; il leur est bien difficile cependant de refuser leur concours.

L'avantage des émissions de billets, pour un état en guerre, est de procurer immédiatement et à bon marché les ressources nécessaires à sa mobilisation et à son entrée en campagne, au moment où l'économie nationale est paralysée par l'ouverture des hostilités, tandis que l'épargne se cache, et que les capitaux sont immobilisés dans les banques par les moratoria. A ce moment l'émission est indispensable pour venir en aide au Trésor, mais c'était une erreur de croire que les guerres seraient financées uniquement par le papier-monnaie, tandis qu'à la cessation des hostilités, les grands emprunts de réorganisation et de

consolidation liquideraient les opérations du crédit public. Cette dernière opinion était celle de M. de Gwinner, directeur de la Deutsche Bank, lorsqu'il disait à la Chambre haute de Prusse, que les guerres ne pourraient se faire qu'avec des impôts et du papier-monnaie.

L'émission, accompagnée du cours forcé, des billets, est un mal, comme tout emprunt forcé, en outre elle crée des ressources qui ne résultent point de l'épargne, et procurent un pouvoir d'achat qui ne s'équilibre plus avec les richesses disponibles. Ce qu'il y a de remarquable, c'est que certains financiers nient ce résultat. En réalité, l'expédient du papier-monnaie équivaut à une mesure de dépossession indirecte, voilée sous la prospérité apparente, due à l'accroissement de la quantité de signes monétaires; la richesse et le bien-être l'accompagnent momentanément jusqu'au jour prochain où se révèle l'étendue des misères accumulées par la guerre et l'imprévoyance humaine.

\*  
\* \*

En terminant, il y a lieu de parler brièvement du placement d'emprunt de guerre à l'étranger, chez des nations neutres ou alliées. Au point de vue économique ces placements sont très utiles aux belligérants, car ils permettent de recueillir des capitaux sans distraire ceux employés utilement à l'intérieur. C'était le mode de crédit auquel recouraient autrefois les Etats, dont les finances peu florissantes ne donnaient point les moyens nécessaires au développement de leurs forces économiques. En temps de guerre, les nations y trouvent, sauf abus, de grands avantages. Le capital obtenu aide à contenir le cours du change dans des limites normales et remédie au déficit de la balance commerciale. Mais il faut bien se convaincre que c'est un moyen et non pas un but, temporairement l'équilibre peut être maintenu,



mais si le gouvernement qui y a recours ne prend point d'autres mesures, si lorsque l'échéance arrivera une amélioration des changes n'est point intervenue par le jeu des lois économiques, le poids de la dette extérieure peut devenir écrasant. La hausse des changes qui n'aura jusqu'à ce moment que grevé les intérêts, atteindra le capital, et en admettant même que le paiement puisse être effectué, il doit résulter du brusque déplacement des capitaux une nouvelle aggravation. Ce moyen, utile pendant la guerre, devient mauvais dès le retour au temps de paix.

Au point de vue politique, l'Etat emprunteur peut arriver à se trouver dans une situation dépendante à l'égard de son créancier.

\*  
\* \*

Que deviennent les milliards drainés par les emprunts de guerre, fruits du labeur et de l'épargne ? « L'on peut dire, estime M. R. G. Lévy, que les emprunts émis par les belligérants ont bien chargé leur budgets respectifs, mais que toute la partie de ces emprunts qui a été souscrite par les nationaux, représente une mutation de propriété en deçà des frontières. Le Trésor s'est appauvri ; les particuliers sont devenus ses créanciers. Mais comme les sommes n'ont malheureusement été employées qu'à des œuvres improductives, sinon au point de vue moral, du moins au point de vue matériel, elles sont infécondes, elles ne produisent pas de revenus, comme elles en fourniraient si elles avaient été consacrées par exemple à des travaux publics. Dès lors les citoyens en tant que contribuables sont appelés à fournir par l'impôt, les sommes nécessaires au service des emprunts, qu'ils encaissent comme rentiers.

« En ce sens il y a bien eu destruction de Capital. » (1)

---

(1) *Expansion économique*, novembre 1919.

## II. — *LA POLITIQUE FINANCIÈRE* *ET LA DETTE PUBLIQUE* *A LA VEILLE DES HOSTILITÉS*

Tous les belligérants n'avaient pas également préparé la guerre, au point de vue financier, comme au point de vue militaire, et ces diverses directives ont laissé leur trace dans la situation financière de cette époque, et préparé leur influence sur le mode et les conditions du crédit durant les hostilités.

**Situation déficitaire en France. — Manque de sincérité budgétaire.**  
**Opinions de MM. Aymond et Ribot.**

L'on doit constater, en France, que les hommes d'Etat au pouvoir avaient peu prévu les circonstances qui devaient se réaliser, soucieux de pratiquer surtout une politique de réformes sociales hardies nécessitant des dépenses considérables, sans se douter qu'une imprévoyance dangereuse risquait de mettre le pays en état d'infériorité au cas de conflit.

M. Ribot l'indiquait clairement dans son exposé des motifs de la loi portant ouverture des six douzièmes provisoires sur l'exercice 1915 : « Quand la guerre a éclaté nous n'avions pas pris toutes les précautions les plus propres à nous permettre d'en soutenir l'effort au point de vue financier. C'est une preuve après tant d'autres que nous ne voulions pas la guerre..... Notre budget voté tardivement au mois de juillet n'était pas entièrement équilibré par des ressources certaines. Le Ministre des Finances avait été autorisé à émettre pour 298 millions de francs d'obligations

à court terme. On avait fait état à concurrence de 112 millions, d'excédents des exercices antérieurs. Des comptes spéciaux ouverts en dehors du budget pour les dépenses du Maroc, pour le développement de notre matériel de guerre, pour l'application du service de trois ans et pour l'accroissement de notre flotte, n'avaient pas d'autres contre parties que les ressources à provenir d'un emprunt. Cet emprunt indispensable on ne s'était résolu à le faire, pour une somme de 805 millions de francs, qu'à la veille de la déclaration de guerre, dans des conditions qui n'étaient pas très favorables.»

A la veille de la guerre les charges financières de la France n'avaient encore jamais subi une aussi forte aggravaation qu'au cours des dix dernières années; les dépenses prévues pour 1914 étaient supérieures de 1 milliard 520 millions de francs à celles inscrites au budget de 1904. Comme dans toutes les grandes nations, on avait engagé des dépenses d'ordre social, colonial et militaire; sous la poussée de ces causes d'augmentation le gouvernement avait proposé et le parlement avait voté des dépenses sans se préoccuper d'établir des recettes correspondantes. On escomptait toujours des plus-values dues à la prospérité économique nationale, plus-values qui durant dix années se sont élevées au total de 1.793.115.132 francs environ. On ne voulait ni rouvrir le grand livre de la dette publique, ni recourir, à la veille d'une grande réforme fiscale, à la création d'impôts nouveaux.

L'insuffisance des ressources pour le budget de 1914 était en chiffres ronds de 800 millions, sans compter les dépenses extraordinaires engagées ou à engager concernant la guerre et la marine évaluées à l'époque à 1.400 millions à répartir sur plusieurs exercices et à couvrir par l'emprunt.

La situation déficitaire avait été signalée au Sénat notamment dans le rapport de M. Aymond qui s'exprimait en ces termes (D. P. 3 avril 1914, n° 272): « Pour les esprits attentifs qui suivent de près notre politique financière, depuis



nombre d'années, les causes de la situation difficile que nous traversons ne sont pas imprévues, l'examen des divers budgets qui se sont succédé les met en évidence en même temps que l'ensemble des idées qui ont guidé les divers ministres des finances dans leur élaboration.....  
.... Aujourd'hui il n'est plus possible de s'abandonner aux illusions.....

« Voilà donc où nous en sommes et cela dans la période de « vaches grasses », à l'heure où les nécessités de la défense nationale, plus pressantes que jamais, font apparaître à bref délai l'obligation de sacrifices nouveaux qu'il faudra demander au pays par une aggravation de charges qui paraîtra plus lourde qu'elle aura été plus imprévue. »

Ce qui avait fait défaut durant cette période, et c'est ce que souhaitait, en 1907, M. Poincaré alors ministre des finances, ce sont des budgets précis, avec un équilibre solide ; pour leur rétablissement il réclamait un emprunt amortissable pour les dépenses exceptionnelles et temporaires et des impôts nouveaux pour les dépenses permanentes. Cette manière de voir ne fut pas accueillie favorablement et la politique suivie fut basée sur les principes suivants :

1° Retrachements de crédit dans les propositions budgétaires et établissement de comptes spéciaux ;

2° Recherche de ressources exceptionnelles ;

3° Equilibre du budget par l'emprunt, c'est-à-dire par l'émission d'obligations à court terme.

Pour parer au déficit global de 1914, M. Dumont demandait à l'impôt 287 millions de ressources permanentes, tandis que M. Caillaux n'y faisait appel que pour 44 millions et en fin de compte les Chambres n'y ont recouru que pour 45 millions dont 20 provenant du nouveau régime fiscal des valeurs mobilières.

Le manque de sincérité dans la politique budgétaire est

regrettable et rend difficile l'établissement de saines finances, d'où dépendent le crédit d'un gouvernement.

Emprunter pour combler les déficits budgétaires provenant des dépenses extraordinaires est admissible à condition de prendre des mesures en vue de l'amortissement. La charge de l'emprunt est ainsi répartie sur une période plus ou moins longue, mais qui ne doit pas dépasser la durée et surtout l'utilité des travaux à accomplir. Une seconde condition essentielle, est de ne pas faire rentrer dans la catégorie des dépenses extraordinaires, des dépenses permanentes; c'est ce dont on a eu particulièrement à souffrir. Les dépenses normales et inéluctables étaient diminuées dans leurs prévisions, on préparait des cahiers de crédits supplémentaires, on créait des comptes spéciaux, tous moyens destinés à diminuer artificiellement les dépenses lorsqu'elles se présentent dans les projets de budget, mais qui les augmentent considérablement lors du règlement des exercices. Ces procédés ont cependant rencontré des adversaires. « Quoi qu'il en soit, disait M. Aymond, se posera devant la Chambre prochaine, le problème devant la solution duquel nous reculons en ce moment. Il faudra l'aborder franchement et ne pas ruser avec les difficultés; même en dégageant momentanément le budget des dépenses marocaines, c'est 410 millions d'impôts nouveaux qu'il faudra trouver et c'est là une charge lourde pour le pays. Est-elle au-dessus de ses forces? nous ne le pensons pas. On a dit et répété à la tribune du Sénat, que la franchise était encore la meilleure des politiques; on a ajouté que les classes aisées étaient prêtes à payer très largement de leur part; si donc tout le monde est d'accord sur ces deux points essentiels pourquoi n'aboutirait-on pas à une solution..... Pour sortir d'une crise plus grave, un grand pays voisin, l'Angleterre, n'a pas hésité, en même temps qu'il demandait à la fortune acquise par une élévation considérable du taux de l'income-

tax, d'apporter une large contribution au Trésor, il recourait aussi aux compartiments des taxes indirectes. »

**Etat de la Trésorerie. — Dette flottante, amortissable, consolidée.**

Le Ministre des finances déclarait à la Commission du Budget, au sujet de l'état de la Trésorerie « qu'il était satisfaisant et que les disponibilités du Trésor lui permettaient de faire largement face à toutes les obligations de l'Etat. » D'autre part, il consentait (art. 59 de la loi de finance) à ramener au chiffre ancien de 600 millions, le maximum d'émission des bons du trésor, non compris dans cette limite ceux déposés à la Banque de France et à la Banque d'Algérie en garantie de leurs avances permanentes.

Trois éléments influent sur la situation du Trésor. Les découverts du Trésor, les services spéciaux, la dette flottante.

A) *Découverts du Trésor.* — Ce sont les avances faites aux budgets déficitaires. En se reportant au projet du budget général pour 1914, on constate au 1<sup>er</sup> janvier 1913, les découverts afférents à six périodes du 1<sup>er</sup> avril 1814, au 1<sup>er</sup> janvier 1913. La sixième période qui comprend les résultats des budgets à partir de 1870, fait ressortir au 1<sup>er</sup> janvier 1913, une augmentation de 217.954.421 francs, en sorte que le montant à cette date des découverts s'élevaient à 1.229.833.031 francs. Il y a lieu cependant d'observer que les exercices 1911 et 1912 se sont réglés en excédents de recettes, mais par le jeu du compte provisionnel les excédents ont été reportés d'un budget sur l'autre, de sorte qu'il n'a pu être possible de les employer à dégager le Trésor. M. Clémentel disait au Sénat (D. P. 1914, n° 3.487) que « Les excédents eussent été d'ailleurs bien plus considérables encore, si la procédure que le gouvernement et votre commission du budget vous demandent d'appliquer aux

dépenses du Maroc avait été instituée dès l'origine. Les 486 millions de recettes budgétaires absorbés au 31 décembre 1913, par ces dépenses et qui seraient venus améliorer les résultats des lois de règlement, devaient encore en bonne règle financière, s'inscrire à l'actif du compte des découverts. »

B) *Services spéciaux*. — Ce sont des comptes dotés par la loi d'une personnalité et s'appliquant en principe à une opération déterminée, de durée limitée, destinés à s'équilibrer en recettes et en dépenses avec des ressources propres. L'ensemble du solde créditeur des comptes spéciaux du trésor au 1<sup>er</sup> janvier 1914, s'élevait provisoirement à 195.819.493 francs.

c) *Dette flottante*. — On peut synthétiser les rubriques constituant la dette flottante en trois principales, dont ci-après le mouvement, d'après le rapport précité de M. Clémentel.

| ANNÉES | Effets à payer (Bons<br>du Trésor et<br>Mandats sur le<br>Trésor) | Comptes-Courants<br>et<br>Fonds en Dépôts | Fonds particuliers<br>des<br>Trésoriers-Payeurs<br>généraux | Montant de la<br>Dette flottante<br>au 31 Décembre |
|--------|-------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|
|        | francs                                                            | francs                                    | francs                                                      | francs                                             |
| 1904   | 248.087.482                                                       | 978 788.705                               | 35.792.244                                                  | 1.262.668.431                                      |
| 1905   | 149.093.930                                                       | 1.158.746.342                             | 39.242.574                                                  | 1.347.082.846                                      |
| 1906   | 169.371.909                                                       | 1.169.918.565                             | 34.746.864                                                  | 1.374.037.338                                      |
| 1907   | 143.597.516                                                       | 1.160.317.558                             | 32.386.712                                                  | 1.336.301.786                                      |
| 1908   | 119.876.526                                                       | 1.165.920.972                             | 31.670.721                                                  | 1.317.468.219                                      |
| 1909   | 63.711.237                                                        | 1.205.696.028                             | 30.354.381                                                  | 1.299.761.646                                      |
| 1910   | 124.770.276                                                       | 1.229.852.207                             | 31.415.509                                                  | 1.386.037.992                                      |
| 1911   | 197.605.765                                                       | 1.318.333.993                             | 26.269.160                                                  | 1.542.208.918                                      |
| 1912   | 135.349.929                                                       | 1.359.197.889                             | 29.117.342                                                  | 1.523.655.160                                      |
| 1913   | 455.838.300                                                       | 1.175.548.800                             | 28.733.800                                                  | 1.660.120.900                                      |

Les Bons du Trésor constituent de véritables engagements ainsi que les obligations à court terme, mais seuls les premiers représentent l'insuffisance des ressources de la trésorerie; les variations respectives des bons et des obligations sont données par le tableau suivant:



| ANNÉES | BONS<br>du Trésor | OBLIGATIONS<br>à court terme | ANNÉES | BONS<br>du Trésor | OBLIGATIONS<br>à court terme |
|--------|-------------------|------------------------------|--------|-------------------|------------------------------|
| 1904   | 184.997.400       | 320.757.500                  | 1909   | 30.546.500        | 235.444.500                  |
| 1905   | 91.197.100        | 297.297.500                  | 1910   | 49.576.900        | 258.577.000                  |
| 1906   | 116.637.900       | 253.397.500                  | 1911   | 120.211.900       | 183.726.500                  |
| 1907   | 78.023.400        | 173.664.500                  | 1912   | 24.478.700        | 214.306.500                  |
| 1908   | 72.650.700        | 173.483.500                  | 1913   | 414.737.593       | 207.432.500                  |

Il y a lieu de déduire du chiffre des Bons en circulation au 31 décembre 1906 millions remboursés par les chemins de fer de l'Etat ; au 5 février 1914 les Bons du Trésor en circulation étaient tombés à 327.282.804 francs. A la même date l'encaisse était de :

9.587.932 francs à la Caisse Centrale.  
220.803.014 » à la Banque de France.  
110.264.603 » à la Banque d'Algérie.

TOTAL... 340.655.549 francs.

Au 1<sup>er</sup> janvier 1914, abstraction faite des cautionnements, la dette publique de la France s'élevait à 31.451.872.000 francs.

A) *Dette consolidée.* — Le total des emprunts successifs représentaient en 1914 une dette nominale de 19.040.402.907 francs contre un produit réel de 14.670.081.849 francs. Les Dettes résultant de conversions représentaient nominale-ment pour la même période 30.494.543 francs et les conver-sions avaient porté sur un total de 1.103.877.291 francs, enfin les rentes provenant de consolidations formaient un total nominal de 9.081.278.680 francs.

Si l'on récapitule les rentes créées depuis l'origine du Grand Livre leur total s'élevaient à 2.203.500.935 francs pour un capital nominal de 58.616.221.782 francs. Il faut à la veille de la guerre déduire de ces chiffres :

1<sup>o</sup> Les rentes qui ont fait retour à l'Etat pour un total de

193.035.399 francs correspondant à un capital nominal de 5.995.271.936 francs;

2° Les rentes annulées à la suite de conversions soit 1.263.516.126 francs correspondant à un capital nominal de 28.375.527.201 francs;

3° Les rentes rachetées en Bourse pour 88.282.887 francs correspondant à un capital nominal de 2.323.208.211 francs.

Au 1<sup>er</sup> janvier 1914, le montant des rentes existant était de 21.922.217.434 francs.

B) *Dettes viagères*. — A la même date, une seule rente viagère subsistait, d'un montant de 790 francs et les pensions s'élevaient à 320.197.563 francs.

C) *Dettes à terme*. — Elle était constituée principalement par le 3 % amortissable, créé par la loi du 11 juin 1878, le montant des rentes au 1<sup>er</sup> janvier 1914 était de 127.624.395 francs pour un capital nominal de 4.354.146.500 francs et un capital effectif de 2.459.359.545 francs. Il existait enfin 214.300.000 francs d'obligations du Trésor et 5.637.138 francs d'annuités diverses.

**Emission à la veille des hostilités de l'Emprunt 3 1/2 0/0 amortissable.**

Pour terminer ce bref examen de la Dette publique, il y a lieu d'insister davantage sur une dernière opération, qui n'était pas terminée à l'ouverture des hostilités et qui de ce fait est plus particulièrement intéressante, il s'agit du 3 1/2 % amortissable créé par la loi du 20 juin 1914.

Cet emprunt devait parer au déficit résultant notamment des dépenses du Maroc et des dépenses extraordinaires pour la défense nationale, son capital effectif devait s'élever à 805 millions y compris les frais d'émission fixés au maximum à 5 millions. Ces rentes réparties en 73 séries devaient

être amorties par voie de tirage au sort dans un délai de 35 ans, leur prix d'émission était de 91 francs par 3 fr. 50 de rente; elles jouissaient de tous les privilèges et immunités attachés au 3 % amortissable; toutefois, modification notable, leurs arrérages étaient soumis à l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières.

L'émission de cet emprunt trop tardif fut un succès en apparence; couvert 40 fois, au 1<sup>er</sup> septembre, 387 millions seulement étaient rentrés dans les caisses du Trésor. L'exposé des motifs du projet de loi des douzièmes provisoires applicables au 1<sup>er</sup> semestre 1915 (D. P. 11<sup>me</sup> législature, n° 433) faisait de l'opération le tableau suivant : « Cet emprunt indispensable, on ne s'était résolu à le faire pour une somme de 805 millions de francs, qu'à la veille de la déclaration de guerre, dans des conditions qui n'étaient pas très favorables. Le succès avait été grand si l'on en juge par le chiffre des souscriptions qui atteignaient près de 40 fois le montant de la somme à emprunter. Mais l'emprunt avait été pour une forte part souscrit par les établissements de crédit et par les spéculateurs en bourse. Ceux-ci sachant bien que leurs souscriptions seraient réduites, les avaient majorées dans la proportion nécessaire pour obtenir le chiffre auquel ils voulaient porter leurs engagements envers le Trésor. Au moment de la déclaration de guerre, l'emprunt pesait en grande partie sur des établissements de crédit ou des acheteurs à terme qui ont éprouvé des difficultés à se libérer.

« Les versements faits au Trésor sur l'emprunt s'élevaient au 1<sup>er</sup> septembre dernier à la somme de 387 millions. Mais il était à craindre que beaucoup de souscripteurs ne fissent pas d'efforts pour libérer entièrement des titres dont la valeur était dépréciée par la perspective d'emprunts futurs qui pourraient être émis à un taux plus avantageux. Nous avons pensé qu'il était équitable et en même temps profitable aux intérêts du Trésor d'offrir aux souscripteurs qui

libéreraient leurs certificats provisoires suivant les termes fixés par un arrêté du Ministère des finances, l'avantage de pouvoir, lors des emprunts, échanger leurs certificats contre les titres de ces nouveaux emprunts, au prix d'émission du  $3\frac{1}{2}\%$ , c'est-à-dire à 91 francs, de sorte qu'ils n'auraient aucune perte à subir. Cela n'était pas seulement une mesure de bienveillance envers les souscripteurs : c'était aussi une mesure de bonne politique de la part de l'Etat qui ayant en perspective de grands emprunts à faire a tout intérêt à s'attacher la clientèle qui a confiance en lui et qui demain lui apportera d'autant plus volontiers ses épargnes qu'il se sera montré à son égard plus équitable.

« Pendant les mois de septembre, octobre et novembre, il a été versé au Trésor une somme d'environ 129 millions ; au 30 novembre, le montant total était de 515.222.375 francs. Il restait à libérer une assez forte portion de certificats provisoires qui sont encore flottants sur le marché de la bourse. Les vendeurs et les acheteurs à terme, par suite des circonstances et de l'ajournement de la liquidation, se trouvaient embarrassés d'opérer les versements nécessaires. Pour leur venir en aide et pour dégager le marché en même temps que pour faire rentrer au Trésor les sommes qui lui sont dues, nous avons demandé à la Banque de France de faire l'avance de ces sommes, moyennant le dépôt en garantie des certificats provisoires. La Banque de France y a consenti. Les certificats seront repris par le Trésor en paiement des souscriptions aux emprunts futurs au prix de 91 francs, ce qui constitue l'encouragement le plus direct aux vendeurs et acheteurs à se mettre d'accord pour demander à la Banque les avances dont ils ont besoin, afin de libérer leurs titres. »

Par décret du 11 septembre 1914, les certificats de l'emprunt  $3\frac{1}{2}\%$  amortissable, furent admis au prix d'émission et en tenant compte de l'intérêt couru, pour la libération des souscriptions de rentes ou d'obligations à court terme



qui seraient émises par le Trésor avant le 1<sup>er</sup> janvier 1917, à condition que les versements relatifs au dit emprunt aient été effectués aux époques prévues par les arrêtés ministériels.

Le *Rapport* estimait à juste titre que cette faculté était un précieux avantage, devant avoir pour effet de relever les cours et, par suite, de permettre d'achever les versements, au lieu de différer leur libération, au risque de payer les intérêts moratoires que l'arrêté du 7 juillet 1914 fixait à 4 %. Relativement au Trésor, on estimait que l'avantage n'était pas moins appréciable :

1<sup>o</sup> Par suite des rentrées prochaines qui en résulteraient ;

2<sup>o</sup> Par la libération du marché, en vue de l'émission des futurs emprunts de guerre.

« Si l'on était tenté, concluait l'exposé des motifs précédemment cité, de penser que la mesure projetée est trop libérale, il serait aisé de répondre que l'Etat français doit à son propre crédit de se montrer équitable envers ceux qui ont confiance en lui. C'est le meilleur moyen pour lui de faire appel en toute sécurité aux souscripteurs de demain. »

Le 11 décembre 1914, un certain nombre de certificats n'avaient point encore été libérés par les acheteurs et vendeurs à terme. Afin de dégager le marché et faire rentrer le reliquat des sommes dues au Trésor, la Banque de France se chargea de libérer ces certificats au moyen d'une avance à leurs débiteurs. Un décret de cette date décida que « les certificats provisoires de l'emprunt 3 1/2 % qui auront été libérés par la Banque de France avant le 1<sup>er</sup> février 1915, seront reçus au prix de 91 francs, en paiement des souscriptions aux emprunts futurs à émettre par l'Etat français. » On obtint de la sorte, du 15 décembre 1914 au 15 mars 1915, 250 millions de francs de versements.

L'emprunt ainsi libéré à 22 millions près (dans cette somme rentraient pour une part appréciable des souscrip-

tions des départements envahis), le fonds allait tendre vers sa disparition.

Le tableau ci-dessous donne, à diverses époques, les sommes de rentes versées en couvertures à diverses souscriptions (*France économique et financière*, page 293. Imprimerie Nationale, 1919).

|                                | 31 juillet 1916 | 31 janv. 1917 | 31 oct. 1917 | 31 août 1918 |
|--------------------------------|-----------------|---------------|--------------|--------------|
|                                | francs          | francs        | francs       | francs       |
| Obligat. Déf. Nat <sup>e</sup> | 28.633.192      | 28.649.527    | 28.666.158   | 28.714.195   |
| Emprunt 5 % 1915               | 856.030         | 856.030       | 856.030      | 856.030      |
| — 5 % 1916                     | »               | 298.209       | 298.209      | 298.209      |
| — 4 % 1917                     | »               | »             | »            | 113.785      |
|                                | 29.489.222      | 29.803.766    | 29.820.397   | 29.982.219   |

La situation en capital était de :

884.614.000 francs au 31 juillet 1914.  
34.426.800 » » 31 décembre 1917.

M. G. Jèze (1) a analysé en détail la liquidation du 3 1/2 % et voici, ci-après, le résumé de ses appréciations :

Le Gouvernement consentait deux sacrifices financiers : l'un sur la différence du taux de l'intérêt, par suite de la facilité d'échange au prix d'émission des certificats 3 1/2 % contre les titres des futurs emprunts qui allaient être contractés à des taux plus élevés ; l'autre consistait à renoncer à l'avantage de percevoir l'impôt sur le revenu sur les arrérages de cette rente. Le sacrifice était à la fois immédiat et futur.

Les raisons qui ont poussé le Gouvernement à procéder à cette liquidation ont été plusieurs fois indiquées, notamment dans l'exposé des motifs cité plus haut : Il faut être bien-

(1) JÈZE. *Les finances de guerre de la France*. Giard et Brière, 1915, p. 263.

veillant envers les souscripteurs surpris par la guerre, et il est équitable de leur accorder des facilités pour se libérer.

Il est incontestable que les 418 millions non versés étaient pour la plus grosse part entre les mains des spéculateurs et des établissements de crédit. L'emprunt n'était pas encore classé ; y a-t-il lieu de considérer que ce genre de souscripteurs méritait tout l'intérêt dont le gouvernement a fait preuve envers eux ; avaient-ils droit à quelque reconnaissance alors que leur rôle se bornait à repasser au public les titres qu'ils avaient souscrits, avec le maximum de bénéfices, et ceux, les petits, qui avaient payé comptant, qu'aurait-on dû faire en leur faveur ?

Le spéculateur doit courir les chances de pertes, comme celles de gains, particulièrement quand ceux-ci représentent une aggravation des charges publiques. L'acte du gouvernement est financièrement inexplicable ; le serait-il davantage au point de vue politique ? M. Jèze fait ressortir, sans élucider d'ailleurs complètement ce point, qu'une pression pourrait avoir été exercée, lors de l'émission, par le gouvernement sur la haute finance, et naturellement il était équitable de ne point faire supporter aux banquiers, la perte sur une souscription qui leur avait été imposée. Mais alors, si cette insinuation était exacte, on ne saurait trop regretter que nos finances aient été engagées par un tel procédé ?

Trois autres arguments ont été également avancés en faveur de la liquidation : d'abord la nécessité de faire rentrer ces quelques centaines de millions, dont nos finances avaient un besoin urgent durant cette période des hostilités, mais comme les titres étaient entre les mains des spéculateurs, ils n'ont pu être libérés que grâce à l'intervention de la Banque de France ; enfin la nécessité de débarrasser le marché en vue des emprunts futurs et de sauvegarder dans le même but le crédit de l'État. Le 23 septembre 1915, le ministre des finances invoquait ce dernier motif devant les Chambres.

« J'en revendique, disait-il, en parlant de la liquidation du 3 1/2 %, avec mes collègues du gouvernement toute la responsabilité. C'était une opération nécessaire, surtout en vue des emprunts futurs, de permettre de convertir ces souscriptions du 3 1/2 %, en obligations de la défense nationale. Aujourd'hui la question a cessé d'exister. Le flottant a disparu, il reste une dizaine de millions. »

Quelle est la valeur de ces arguments ? Le gouvernement paraît surtout avoir cherché à se concilier la faveur des grands établissements de crédit, dont l'appui devait lui être indispensable pour ses prochaines émissions. Le meilleur argument a été celui de l'opportunité, lorsqu'on songe que cette époque coïncide avec les difficultés militaires les plus graves, au moment où l'issue de la bataille de la Marne n'était point encore connue.

Tel était le tableau, peut-être un peu trop long de la situation de la France, voici maintenant et plus brièvement celui, à la même époque, de l'Angleterre et de l'Italie et de son principal adversaire l'Allemagne.

#### **Manque de préparation financière et fiscale de l'Italie.**

Dans son ouvrage sur les « finances d'après guerre », le professeur L. Einaudi (1) examinant la politique financière suivie en Italie avant la guerre, signale les erreurs commises : « La faute énorme, impardonnable, incombe à qui a conduit le pays à la guerre sans aucune préparation financière et fiscale, à qui gouverna dans les années qui s'écoulèrent de 1900 à 1912, quand les budgets se soldaient avec des excédents, quand les impôts donnaient un rendement croissant et quand on aurait pu oser la réforme fiscale la

---

(1) L. EINAUDI, *Il problema della Finanza post bellica*, Milano, Fratelli Treves, 1920.



plus hardie. Il ne manqua pas alors de voix qui réclamèrent la réforme préliminaire mais vraiment fondamentale des « accertamenti », mais ce furent des voix prêchant dans le désert. On ne fit rien. Les excédents furent dissipés en petites dépenses à caractère électoral. Une magnifique situation budgétaire fut gâchée irrémédiablement.

« A l'ouverture des hostilités, tandis que l'Allemagne qui possédait déjà l'inventaire des revenus, assujettis avec un critérium uniforme et avec des évaluations rigoureuses, à l'impôt sur le revenu, avait accompli le 31 décembre 1913 l'inventaire des Patrimoines pour les assujettir à l'impôt extraordinaire de guerre de un milliard, nous nous trouvions sans aucune préparation; sans inventaire, ni des revenus ni des patrimoines. Les enquêtes de l'On. Rava au ministère des finances avaient conduit à la mélancolique conclusion que nous ne savions ni où ni comment, sont répartis les revenus des Italiens. »

**Dépression causée par la crise de 1907. — Charges de la guerre de Lybie. — Déficit pendant la période de neutralité.**

L'Italie était encore plongée dans le marasme dû à la liquidation de la Crise internationale de 1907-1911, marasme qui l'avait éprouvée beaucoup plus que les pays à finances sûres. Le taux très bas de la Capitalisation sur le marché, de la valeur des titres publics, était l'indice de la méfiance qui persistait dans l'épargne. La crise de 1907 avait également été aggravée par les tremblements de terre de Sicile et de Calabre qui privaient l'Italie de 4 milliards de richesses privées.

Enfin, la guerre de Lybie de 1911 à 1912 conduite au milieu de mille difficultés diplomatiques avait chargé le trésor d'environ deux milliards de frais, qui avaient converti les économies des années précédentes en un déficit mani-

festé. La situation du Trésor, qui était active, était devenue passive et l'excessive émission de papier, avait fait apparaître l'élément dangereux de l'agio sur le change. La paix d'Ouchy entre l'Italie et la Turquie était à peine signée que les effets du nouveau conflit balkanique ébranlaient à nouveau l'Italie de ses répercussions et rendaient l'épargne plus timide et méfiante.

L'Italie ne devait rentrer en guerre que dans l'année 1915, mais il ne faut pas perdre de vue qu'elle avait déjà engagé de véritables dépenses de guerre, en vue de sa préparation, depuis l'ouverture générale des hostilités au mois d'août 1914.

Le déficit pour l'exercice 1914-1915 s'élevait à 2 milliards 835.438.000 lire. Pour comparer ce résultat avec ceux des exercices antérieurs, il y a lieu de déduire des dépenses, comme ne se rapportant pas à cet exercice, 36.428.000 lire placées dans les budgets de la guerre, de l'intérieur, des affaires étrangères et des postes et télégraphes, en remboursement des avances faites par le trésor pour l'occupation de la Lybie, pour l'occupation temporaire des îles de la mer Egée et pour les événements internationaux. Ces dépenses avaient été incluses dans les dépenses effectives, mais dans l'espérance de pouvoir y faire face avec les ressources ordinaires du budget et sans contracter d'emprunt; elles furent considérées comme avancées par le Trésor et reportées sur les exercices successifs jusqu'en 1922-1923. En fait les espérances furent trompées et cet expédient de comptabilité a simplement altéré les résultats des budgets. Au 30 juin 1914 il restait à rembourser au trésor 715.820.647 lire; durant l'exercice 1914-1915 il fut remboursé 36.427.938 lire, il restait donc au 30 juin 1915, 679.392.708 lire. Il résulte de ce calcul que le déficit propre à l'exercice 1914-1915 s'élevait à 2.799.010.000 lire, et même 2.868.133.000 lire, si l'on tient compte d'une différence de 69 millions dépensés pour

la construction de voies ferrées. Voici d'après l'*Italia economica* les résultats de quelques exercices financiers d'avant guerre (1).

| EXERCICES | RECETTES<br>EFFECTIVES | DÉPENSES<br>EFFECTIVES | EXCÉDENTS<br>OU DÉFICITS | Excédents ou<br>déficits comprenant les dépenses<br>pour constructions de voies<br>ferrées |
|-----------|------------------------|------------------------|--------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1905-1906 | 1.945.955              | 1.860.514              | + 85.441                 | + 71.212                                                                                   |
| 1906-1907 | 1.954.559              | 1.856.311              | + 98.248                 | + 91.448                                                                                   |
| 1907-1908 | 1.946.425              | 1.884.682              | + 61.743                 | + 51.992                                                                                   |
| 1908-1909 | 2.050.085              | 2.014.795              | + 35.290                 | + 27.288                                                                                   |
| 1909-1910 | 2.152.357              | 2.120.056              | + 32.301                 | — 10.788                                                                                   |
| 1910-1911 | 2.316.412              | 2.304.844              | + 11.568                 | — 34.401                                                                                   |
| 1911-1912 | 2.386.212              | 2.345.757              | + 40.455                 | — 5.882                                                                                    |
| 1912-1913 | 2.528.874              | 2.536.488              | — 7.614                  | — 57.427                                                                                   |
| 1913-1914 | 2.523.746              | 2.659.866              | — 136.120                | — 185.946                                                                                  |
| 1914-1915 | 2.559.959              | 5.358.969              | —2.799.010               | —2.868.138                                                                                 |

#### Situation de la Dette publique de l'Italie.

La dette publique de l'Italie au 30 juin 1914 s'élevait au total de 15.705.636.000 lire, se décomposant comme suit :

|                                                   |          |
|---------------------------------------------------|----------|
| Dette publique proprement dite.....               | 14.839.8 |
| Bons ordinaires du Trésor et pour fournitures.... | 380      |
| Billets d'Etat.....                               | 485.8    |

Les billets d'Etat sont une forme particulière de la dette italienne, à la veille de la guerre le montant global autorisé par l'art. 3 de la loi du 29 décembre 1910 s'élevait à 500 millions ainsi répartis : 467,5 millions montant nominal et 32,5 millions émis pour substituer en partie le stock des pièces divisionnaires assigné à l'Italie par la convention internationale de 1908. Au 30 juin 1914, la circulation effec-

(1) RICCARDO BACHI, *L'Italia economica nel*, 1915, p. 188, S. Lapi Città di Castello, 1916.

tive des billets d'Etat se montait à 499.099.065 lire et les espèces or déposées à la caisse des dépôts et prêts, en garantie, s'élevaient à 132.044.615 lire.

SITUATION DE LA DETTE ITALIENNE AU 31 DÉCEMBRE 1912

| DÉCOMPOSITION DE LA DETTE                                                  | Capital nominal<br>Millions de Lire | Intérêts à servir<br>Millions de Lire |
|----------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------|
| I. Dettes administrées par la Direction générale de la Dette publique.     | 12.045.5                            | 426.2                                 |
| a) Dettes portées au Grand Livre de la Dette publique.                     |                                     |                                       |
| Rentes consolidé (1)....                                                   | 9.922.9                             | 353.7                                 |
| Rentes amortissables...                                                    | 491.4                               | 15.5                                  |
| Rentes au nom du Saint-Siège.....                                          | 64.5                                | 3.2                                   |
| b) Dettes amortissables et perpétuelles (Inscrites à part au Grand Livre). |                                     |                                       |
| Dettes amortissables...                                                    | 185.0                               | 7.0                                   |
| Dette perpétuelle (Modène 3 % 1825)....                                    | 0.46                                | 0.14                                  |
| c) Dettes perpétuelles et amortissables (non comprises au Grand Livre).    |                                     |                                       |
| Dettes amortissables...                                                    | 1.316.9                             | 44.0                                  |
| Dettes perpétuelles....                                                    | 64.3                                | 2.8                                   |
| II. Dettes administrées par le Trésor.                                     | 2.064.6                             | 67.7                                  |
| TOTAL de la Dette publique.                                                | 14.110.1                            | 493.7                                 |

(1) Le consolidé 3 1/2 % net représente à lui seul 8.098 millions de lire nécessitant un service d'intérêt de 283.442.000 lire.

**Les trois budgets d'avant guerre de l'Angleterre.**  
**Exposé financier du 14 mai 1914 de M. Lloyd George.**  
**Les accroissements de dépenses et leurs causes.**

Les trois budgets d'avant guerre de l'Angleterre se sont clôturés d'une façon satisfaisante. Bien que l'on ait considéré que les augmentations de recettes prévues par le chancelier de l'Echiquier, dans l'exposé des motifs du budget de



l'exercice 1913-1914, étaient entachées d'optimisme imprudent, elles se sont réalisées ; mais pour l'avenir, les prévisions qui n'ont pu se vérifier conduisaient à de prochains déficits pouvant varier entre 8 et 12 millions de liv. st.

Il faut attribuer l'augmentation croissante du budget aux exigences de la marine britannique, qui avaient atteint 48.809.000 liv. st. dans l'exercice 1913-1914, et qui s'inscrivaient dans le projet de 1914-1915, pour la somme de 51.550.000 liv. st., sans compter les crédits supplémentaires probables. Il faut y ajouter aussi les charges grandissantes des retraites pour la vieillesse et l'assurance contre l'incapacité de travail.

Dans son exposé financier du 4 mai 1914, le chancelier de l'Echiquier, M. Lloyd George, indiquait la politique financière du gouvernement à cette époque :

« L'année dernière a été une année de grande prospérité. J'avais basé mes évaluations de recettes sur la prévision d'un essor commercial dépassant en importance tout ce qui s'était vu jusqu'à ce jour dans ce pays. J'étais arrivé à cette conclusion après une enquête très sérieuse et très approfondie. On m'a fait à ce sujet des reproches sévères. On m'a reproché en particulier d'être par trop optimiste dans mes évaluations. Le commerce de ce pays est parvenu au point le plus élevé qui ait jamais été atteint jusqu'ici. Le chômage est descendu au minimum qui ait jamais été connu dans l'histoire de la Grande-Bretagne et ceci est d'autant plus flatteur qu'aucune autre nation du monde, ne saurait se prévaloir du même avantage. Nos grands rivaux commerciaux ont particulièrement souffert vers la fin de l'année.

« J'escomptais une plus-value de 6 millions de liv. st., en réalité cette plus-value a atteint 9.441.000 liv. st. Ce fait est sans précédent dans l'histoire budgétaire de notre pays. J'avais bien prévu en établissant mon budget un déficit de

815.000 liv. st. Je proposais de faire un prélèvement de 1 million de liv. st. sur la balance de l'Echiquier. Le parlement se rappellera qu'il avait été versé à la balance de l'Echiquier en vue de la renforcer pour faire face aux dépenses navales une somme de 1.500.000 liv. st. provenant de l'ancien fonds d'amortissement. J'escomptais, en utilisant ce million de liv. st., un léger excédent, mais j'eus à faire face à 3.371.000 liv. st. de crédits supplémentaires.

« Les économies réalisées par les différents Ministères atteignent au total 1.500.000 liv. st., de sorte que j'eus à faire face en définitive, à un déficit de 1.860.000 liv. st. La plus-value des recettes me permit de payer la totalité de ces dépenses supplémentaires, de combler le déficit de 815.000 liv. st. et d'avoir encore un excédent de 750.000 liv. st. tout en laissant un million de liv. st. pour renforcer la balance de l'Echiquier. C'est là je pense une histoire qui doit être une source d'encouragement, pour ceux qui auraient le moindre doute, la moindre appréhension pour l'avenir industriel de la Grande-Bretagne.

« J'aimerais dire un mot à propos des taxes nouvelles établies par le budget de 1909. Le produit des taxes nouvelles a atteint l'année dernière le chiffre de 27.215.000 liv. st., dépassant de beaucoup les prévisions budgétaires. Mais depuis cette époque, l'accroissement du revenu de la Nation doit avoir atteint quelque chose comme 140 à 150 millions de liv. st. et si je m'en rapporte au témoignage de l'éminent statisticien qu'est Sir Georges Paish, l'augmentation de l'épargne nationale depuis 1909 atteint le chiffre prodigieux de 1.750.000 liv. st.

« Il avait été proposé que les taxes nouvelles levées en 1909, seraient affectées aux besoins suivants : La marine d'abord et ensuite les pensions de vieillesse, puis les pensions aux pauvres ; l'amélioration des grandes routes, le « development grant » en particulier pour l'agriculture ;

puis encore le développement des œuvres sociales et des assurances ; l'allégement des charges locales. Il devait être procédé à une évaluation générale et nationale, en vue de l'assiette des taxes locales.

« Jusqu'à cette année, le rendement des impôts a été suffisant pour subvenir à ces différents besoins, sauf en ce qui concerne la mise en application du projet de révision des taxes locales. Toutefois, sur le produit des taxes en 1909, deux ou trois millions de liv. st. ont été consacrés à venir en aide aux conseils locaux, pour le paiement de dépenses auxquelles il aurait autrement fallu faire face avec le produit des taxes locales.

« Les dépenses navales ont certainement dépassé de beaucoup toutes les prévisions ; en 1909 on prévoyait que les dépenses atteindraient 44 millions de liv. st. ; nous étions alors dans une période anormale de constructions navales ; cette période anormale une fois traversée, on reviendrait au chiffre d'environ 40 millions de liv. st. C'est sur cette base que fut établi le système fiscal de 1909. Malheureusement il y a eu un accroissement de constructions navales à l'étranger, il y a eu aussi la situation sur le continent dont il a fallu tenir compte, si bien que nos prévisions d'alors, n'ont pu se réaliser. En eût-il été autrement, je serais maintenant en situation de formuler des propositions en vue de l'allégement des taxes locales sur une base très large, sans encourir l'odieux d'avoir à proposer de nouveaux impôts. »

Cette excellente situation était due en grande partie à l'essor industriel et commercial de l'Angleterre et à l'application de l'income-tax et de la super-tax. La première remonte à 1799, établie par Pitt, et destinée d'abord à être une contribution de guerre, la deuxième fut proposée par M. Lloyd George, dans son exposé du 29 avril 1909. C'est à la super-tax qu'il fait allusion dans un passage du dis-

cours précité. Leur apport total dans l'exercice 1913-1914 atteignit 47.240.771 liv. st.

### Situation de la Dette publique Anglaise.

D'après *The Economist*, la dette publique anglaise, au 1<sup>er</sup> août 1914, était la suivante (en millions de liv. st.) :

|                                                        |       |
|--------------------------------------------------------|-------|
| I. — Dette consolidée (Funded debt).....               | 586,7 |
| II. — Rentes amortissables (Terminables annuities).... | 29,6  |
| III. — Dette non consolidée :                          |       |
| Bons du Trésor.....                                    | 15,5  |
| Bons de l'Echiquier.....                               | 20,5  |
| Anticipations temporaires.....                         | 1,0   |
| Autres passivités.....                                 | 57,2  |
| Total.....                                             | 710,5 |

Le service de la dette publique s'élevait pour l'exercice 1914-1915 à un total de 24.500.000 liv. st. réparties comme suit (1).

|                                    |                         |                     |
|------------------------------------|-------------------------|---------------------|
| Dette consolidée.                  | { intérêts.....         | 14.787.109 liv. st. |
|                                    | { annuités terminables. | 3.202.026 —         |
| Dette flottante (intérêt).....     |                         | 1.115.850 —         |
| Administration de la Dette.....    |                         | 166.530 —           |
| Nouveau fonds d'amortissement..... |                         | 5.228.485 —         |

### Situation budgétaire allemande en 1912-1913. — Caractéristique des fonds publics allemands et situation de la Dette publique.

Durant la législature de l'année 1909 qui n'apporta point à l'Empire d'Allemagne de sources nouvelles de recettes, mais réglait très bien l'assiette de la dette, l'état général des finances redevenit sain.

Pour les années suivantes, ce ne fut qu'avec de grosses difficultés qu'on trouva les moyens de couverture correspon-

(1) *Bulletin de statistique et de législation comparée*, 1915, p. 503.



dants à l'augmentation des dépenses; déjà en 1910, l'augmentation était de 117,7 millions de marks et devait atteindre en 1911, 249,1 millions de marks. Les dépenses nécessitées par le renforcement de l'armée et de la flotte, en vertu des lois des 14 juin 1912 et 3 juillet 1913, furent couvertes par une élévation des taux de l'impôt sur les successions, une nouvelle taxe sur les sucres, une contribution extraordinaire de guerre, et l'impôt sur les patrimoines (loi du 3 juillet 1913). La contribution extraordinaire de guerre rapporta dans son ensemble 975,9 millions de marks, dont 0,8 millions de marks, en 1913, 637,4, en 1914, 307,8, en 1915, et le reliquat 29,9, en 1916-1917.

Les années financières 1912 et 1913, se clôturèrent avec des excédents respectifs de 77,1 millions de marks et 20,9 millions de marks (1).

A la fondation de l'Empire Allemand, après la guerre de 1870-1871, on avait conclu un emprunt fédéral qui en 1875, était déjà remboursé. En 1876, toute la Dette de l'Empire consistait en 120 millions de marks en papier monnaie (Reichskassenscheine) émis par l'Empire pour retirer de la circulation le papier monnaie dans les divers Etats fédéraux. Cette émission était au surplus couverte par la réserve d'or de la Tour Julius à Spandau. Dix ans après, l'Empire n'avait encore, en 1886, qu'une dette de 446 millions de marks. Ce n'est qu'en 1890, que la dette commença à s'accroître sérieusement; elle atteignait cette année un milliard, en 1895 deux milliards et c'est seulement en 1905, que l'on arrivait au troisième milliard.

Comme on vient de le voir, les programmes militaires et navals, avaient fait augmenter les impôts, et la dette pour la même cause s'éleva en 1910, à 4 milliards  $1\frac{1}{2}$ , mais ne dépassait point en 1914, 5 milliards, soit exactement

---

(1) *Finanz-Archiv.*, BAND, II; 1919, p. 233.

4.321,8. L'on appliquait chaque année à cette dette 180 millions de marks d'intérêts et 60 millions d'amortissement, soit une charge annuelle de 250 millions de marks.

Mais il y a lieu d'ajouter les dettes des Etats fédéraux, dont l'ensemble montait avant la déclaration de guerre à 17,7 milliards de marks sans compter les provinces et les communes dont les charges étaient de 11,9 milliards de marks.

La caractéristique des fonds publics d'empire était une tendance continue à la baisse. Le taux des emprunts qui était de 3 % dut être relevé à 3,5 et jusqu'à 4 %, malgré les efforts du gouvernement pour maintenir un taux nominal moins élevé. M. A. Liesse en attribuait la cause :

1° Aux gros dividendes distribués par les affaires industrielles lancées par les banques allemandes;

2° A la politique autoritaire d'organisation, gênant les opérations des bourses par des règlements trop étroits;

3° A la multiplicité des types de rentes.

C'est à cause des difficultés qu'il éprouvait à se procurer de l'argent, que l'Empire préféra recourir, en 1913, à sa contribution extraordinaire de guerre, qui contraignait à lui apporter ce que des souscripteurs ne lui auraient point offert; dans son désir à se procurer rapidement des fonds le gouvernement fit un escompte de 4 % sur les versements immédiats des deux termes, sur les trois, qui n'étaient pas exigibles.

TABLEAU DES ÉMISSIONS DE L'EMPIRE ET DE LA PRUSSE

(en millions de marks)

| ANNÉES | OFFERT                            | SOUSCRIT | ANNÉES | OFFERT              | SOUSCRIT |
|--------|-----------------------------------|----------|--------|---------------------|----------|
| 1908   | 650 4 $\frac{0}{0}$               | 700      | 1911   | 500 4 $\frac{0}{0}$ | 553      |
| 1909   | 400 3 $\frac{1}{2}$ $\frac{0}{0}$ | 660      | 1912   | 150 4 $\frac{0}{0}$ | 225      |
| 1909   | 400 4 $\frac{0}{0}$               | 830      | 1913   | 225 4 $\frac{0}{0}$ | 140      |
| 1910   | 480 4 $\frac{0}{0}$               | 771      |        |                     |          |

TABEAU DES PRINCIPAUX EMPRUNTS ALLEMANDS D'EMPIRE OU D'ÉTATS

ÉMIS DANS LE 1<sup>er</sup> SEMESTRE 1913 (1)

— 47 —

| NATURE DES EMPRUNTS                 | DATE DE<br>CONVERSION          | MONTANT     | COURS<br>D'ÉMISSION | DATES<br>D'ÉMISSION | COURS AU<br>1 <sup>er</sup> Décembre 1913 |
|-------------------------------------|--------------------------------|-------------|---------------------|---------------------|-------------------------------------------|
| a) Emprunts de l'Empire d'Allemagne |                                |             |                     |                     |                                           |
| 1 <sup>er</sup> Emprunt 4 %         | 1 <sup>er</sup> Août 1925      | 50.000.000  | 98,66 %             | Mars 1913           | 98,40 %                                   |
| 2 <sup>e</sup> Emprunt 4 %          | 1 <sup>er</sup> Avril 1925     | 50.000.000  | 97,90 %             | Juin —              | 98,60 %                                   |
| b) Emprunts prussiens               |                                |             |                     |                     |                                           |
| 1 <sup>er</sup> Emprunts 4 %        | 1 <sup>er</sup> Avril 1925     | 100.000.000 | 98,60 %             | Mars —              | 98 — %                                    |
| 2 <sup>e</sup> Bons du Trésor 4 %   | 1 <sup>er</sup> Mai 1917 (2)   | 200.000.000 | 99 — %              | Novembre —          | 98 — %                                    |
| Bons du Trésor 4 %                  | 1 <sup>er</sup> Août 1917 (2)  | 200.000.000 | 97,50 %             | Juin —              | 98,40 %                                   |
| 3 <sup>e</sup> Emprunts 4 %         | 1 <sup>er</sup> Avril 1935     | 175.000.000 | 97,80 %             | Mai —               | 97,70 %                                   |
| c) Emprunts de Bade 4 %             |                                |             |                     |                     |                                           |
| —                                   | 1930                           | 30.000.000  | 98 1/4 %            | Février —           | 97,40 %                                   |
| — de Hambourg 4 %                   | 1 <sup>er</sup> Avril 1953 (1) | 30.000.000  | 98,40 %             | Mai —               | 97,40 %                                   |
| — de Wurtemberg 4 %                 | 1 <sup>er</sup> Juillet 1935   | 13.000.000  | 96,60 %             | Juillet —           | 98,80 %                                   |
| — de Bavière 4 %                    | 1 <sup>er</sup> Mai 1930       | 30.000.000  | 96,75 %             | Décembre —          |                                           |

(1) *Economiste français*, 31 janvier 1914, p. 149. — (2) Date de remboursement.

Le taux d'intérêt des émissions ci-dessus est fixé uniformément à 4 % avec promesse d'inconvertibilité variant de 1925 à 1935. Cette élévation de l'intérêt était rendue nécessaire pour classer, assez difficilement, ces émissions, et d'ailleurs jusqu'alors tant que les ministres allemands avaient voulu imposer leurs conditions ils n'avaient pu obtenir que de médiocres succès, tout comme lorsqu'il s'agit des conversions de 4 % en 3 1/2 et 3 % des ministres Goschen et Miquel, en Allemagne et en Prusse.

#### **Préparatifs financiers d'avant guerre en Allemagne.**

La politique financière de l'Allemagne en vue de la guerre, porta son activité particulièrement du côté de l'organisation en future banque de guerre (Kriegsbank) de la banque d'Empire. Elle avait deux buts principaux : renforcer l'encaisse métallique et sacrifier l'ancien système de crédit à long terme. Par suite du rôle joué dans l'industrie par les banques allemandes, une crise déclanchée par la guerre aurait été dangereuse pour l'organisme du crédit allemand ; c'est pour y remédier que M. Havenstein notamment intervint et ne ménagea point ses avertissements aux banquiers, en vue de la préparation financière de la guerre ; d'ailleurs, une intervention législative se serait probablement produite au cas où les établissements de crédit n'auraient pris les dispositions nécessaires, en faisant moins d'appels de fonds à l'étranger et en constituant des encaisses supérieures. M. Raffalovich a résumé cette politique bancaire en ces termes (*Economiste français*, 1914, 1<sup>er</sup> volume, pages 560 et 524) : « On a reproché aux banques allemandes d'ouvrir trop aisément des crédits et de ne pas ménager suffisamment leur « liquidité » et de trop compter sur la Reichsbank dans les moments de crise, alors que celle-ci a le souci non seulement d'escompter le papier portant des signatures solvables, mais encore la



responsabilité d'intérêts généraux, le maintien de la bonne monnaie, la défense du change. A différentes reprises, les banques allemandes ont fait l'objet d'attaques de la part des adversaires du capital mobilier; on a voulu les soumettre à une réglementation, les obliger à placer leurs réserves en fonds allemands, comme si ceux-ci étaient à l'abri de la baisse et d'une réalisation facile... D'après la *Gazette de Francfort*, le président de la Reichsbank poursuit encore d'autres projets; il voudrait peser sur les institutions de crédit pour les amener à renforcer leurs disponibilités. A côté des effets de commerce, des titres de l'Empire et des Etats particuliers, il désire que les banques ne se bornent pas à entretenir un compte créditeur à la Reichsbank, mais qu'elles aient elles-mêmes une encaisse plus considérable qu'elles n'y sont habituées. Il veut, au risque de diminuer légèrement les bénéfices des banques obtenir que chacune ait davantage de numéraire et de billets, au lieu de réduire, en temps normal, leur caisse au minimum...

« Le rôle de l'institution centrale est de fournir des ressources aux individus, firmes ou sociétés solvables, non pas d'être un réservoir dans lequel tout le monde peut puiser librement.

« M. Havenstein, dans un discours au Reichstag, a récemment indiqué les vues qu'il a dans cet ordre d'idées: Il met en garde contre l'idée de beaucoup de gens, qu'en toute occurrence on pourra compter sur l'appui de la Reichsbank. Celle-ci est appelée à veiller sur la bonne qualité de la monnaie nationale, et malheureusement aussi, à côté des intérêts économiques généraux, elle a un client redoutable et puissant, l'Etat. »

La Reichsbank dont l'encaisse métallique n'avait pas augmenté à cette époque dans les mêmes proportions que celle de la Banque de France, dut faire de lourds sacrifices pour acquérir de l'or, ses traites sur l'étranger n'étant point suffisantes pour se faire opérer des envois.

Le mouvement de l'or d'après la statistique du commerce extérieur était le suivant dans les quatre années d'avant guerre :

| Années | Importations | Exportations | Solde |
|--------|--------------|--------------|-------|
| 1910   | 315,4        | 133,8        | 181,6 |
| 1911   | 200,1        | 76,8         | 123,6 |
| 1912   | 319,9        | 99,9         | 220,0 |
| 1913   | 449,6        | 71,0         | 378,6 |

Puisque l'or étranger n'arrivait que difficilement on résolut de faire appel à la circulation intérieure, par l'émission de petites coupures qui, demeurant dans la circulation, dérivent l'or vers la banque centrale ; le montant de ces coupures a progressé en 1913 de 467,1 millions de marks à 681,7 mill. de marks, particulièrement pour celles de 20 marks qui passèrent de 285,5 au 1<sup>er</sup> janvier à 421,1 millions de marks au 31 décembre 1913.

Il y a lieu de remarquer que la Reichsbank, autorisée à émettre des billets sans couverture métallique jusqu'à concurrence de 550 millions, a vu porter cette marge à 750 millions en fin de trimestre et les dépassements soumis à l'impôt de 5 % ont atteint en 1913 le chiffre de 19. Le plus fort de ces dépassements s'est élevé à 558 millions, le plus faible, qui est du 31 mai a été de 15 millions ; en fin d'année le dépassement était de 237 millions.

L'aspect des pays d'Europe dont les finances font l'objet de cette étude était le suivant à la veille de la guerre : D'un côté une nation riche et prospère, la France, mais dont les finances publiques laissaient à désirer, dont l'esprit pacifique ne veillait point suffisamment aux événements qui se préparaient ; une Italie, moins pourvue en ressources, capable de s'imposer des sacrifices mais affaiblie par la guerre de Lybie, et l'Angleterre riche en commerce et en

industrie, munie d'un système fiscal solide et souple, susceptible de s'adapter aux nouvelles circonstances.

Du côté adverse, l'Allemagne, ayant de gros capitaux en partie immobilisés dans l'industrie, mais préparant la mobilisation financière en détail par des excédents de budget, un impôt de guerre, une augmentation de son trésor de guerre de 120 millions de marks, un renforcement des garanties et des disponibilités de sa banque centrale, et toutes mesures qui devaient lui permettre d'éviter une crise à l'ouverture des hostilités et d'émettre rapidement son premier emprunt de guerre.

---





# PREMIÈRE PARTIE

## La politique financière et les emprunts durant la guerre

---

### CHAPITRE PREMIER

#### LA POLITIQUE FINANCIÈRE

---

##### I. — Première phase de la politique française.

Pouvoirs conférés au gouvernement pour la création de ressources extraordinaires.

— Justification de cette politique par la situation économique. — Crise du marché financier. — Exposé de M. Ribot.

Le Gouvernement français demanda, le 5 août 1914, au Parlement, une loi lui donnant la liberté nécessaire pour financer la guerre, ouverture de crédits et réalisation de ressources correspondantes. Cette loi qui modifie les principes du droit budgétaire français est ainsi intitulée : Loi du 5 août 1914, modifiant la loi du 14 décembre 1879 sur les crédits supplémentaires et extraordinaires à ouvrir par décret pour les besoins de la défense nationale :

Article unique : L'article 5 de la loi du 14 décembre 1879 sur les crédits supplémentaires et extraordinaires à ouvrir par décret pendant la prorogation des chambres est complété ainsi qu'il suit :

Toutefois, en cas de mobilisation et jusqu'à la cessation des hostilités, les crédits supplémentaires et extraordinaires

nécessaires aux besoins de la défense nationale, même s'ils correspondent à des services autres que ceux visés au premier alinéa du présent article, ou s'ils sont destinés à la création d'un service nouveau, pourront en cas d'absence des Chambres, être ouverts provisoirement par des décrets rendus en Conseil d'état après avoir été délibérés et approuvés en Conseil des Ministres.

Ces décrets indiqueront les voies et moyens qui seront affectés aux crédits demandés et autoriseront, s'il y a lieu, la création et la réalisation des ressources extraordinaires nécessaires. Ils devront être soumis à la sanction du pouvoir législatif dans la quinzaine de la plus prochaine réunion des Chambres.

M. Jèze (1) démontre que cette loi était à la fois inconstitutionnelle et inexistante. En effet, par suite de la hâte avec laquelle le projet a été rédigé et voté, fait extraordinaire, le texte voté à la Chambre et celui voté au Sénat diffèrent sur plusieurs points. Le texte ci-dessus, est celui sur lequel durant six mois le Gouvernement s'est basé ; en réalité, quelle que soit la valeur de la loi, et s'il est regrettable qu'il y ait divergence de textes, le point important c'est qu'elle a été appliquée, et surtout, qu'elle conférait au Gouvernement des pouvoirs extraordinaires.

Au point de vue des emprunts, la loi du 5 août 1914, comportait l'autorisation de créer par décret en Conseil d'Etat les ressources extraordinaires nécessaires. Cette faculté doit être entendue avec un certain nombre de restrictions :

1° La loi n'autorise que la création de ressources extraordinaires, donc les impôts doivent être écartés comme ne rentrant pas dans cette catégorie. Aucun impôt d'ailleurs, conformément à nos principes constitutionnels, ne peut être consenti que par les représentants du pays ;

---

(1) *Op. cit.*, p. 94.

2° Relativement à l'emprunt, quelle est l'étendue que l'on doit accorder à ces termes ? La loi dit qu'il s'agit des ressources nécessaires pour faire face aux dépenses autorisées par ces décrets. Ce qu'il y a de remarquable c'est le caractère provisoire des crédits ainsi obtenus ; on ne saurait par conséquent leur appliquer que des ressources provisoires, n'engageant point l'avenir ; les grands emprunts y compris les emprunts de consolidation, ne sont donc pas visés par la Loi. Un emprunt d'une telle envergure engageant les finances du pays, ne pouvait être laissé à la discrétion du Gouvernement ; jamais il n'était entré dans l'esprit des Chambres de lui confier ce pouvoir.

La loi a eu en vue d'autoriser la création de ressources de trésorerie, émissions à court terme et avances de la Banque de France. On peut incidemment remarquer que cette dernière faculté était aussi grave que l'émission d'un grand emprunt ; heureusement l'expérience a montré que le Gouvernement au pouvoir durant la période difficile du début, avait su ne pas en abuser.

Deux garanties étaient d'ailleurs prévues : l'intervention du Conseil d'Etat et l'approbation à demander aux Chambres lors de leur plus prochaine réunion, quoique ce contrôle après coup soit assez inutile, remède bien tardif si le mal est fait ; mais cette sanction conservait cependant, en cette matière, une apparence d'autorité aux Chambres.

C'est la loi du 5 août, qui a permis au Gouvernement de recourir aux émissions de bons de la Défense nationale et qui lui a donné le droit d'en fixer les modalités puisqu'elles rentraient dans le cadre de la réalisation des ressources extraordinaires.

Le Gouvernement ne désirait pas recourir à l'impôt. Il apparaissait à la plupart comme impossible à réaliser dans une période aussi troublée, et il aurait été peut-être mauvais, dans la crise du début, d'aggraver le fardeau fiscal,

tandis que l'on éprouvait des difficultés à se libérer des impôts déjà existants. Il est probable qu'à cette époque, une surcharge nouvelle n'aurait pas été accueillie favorablement. Autant, dans la suite, avec la prolongation de la guerre et le rétablissement au moins partiel de l'économie nationale, il eût été prudent de faire appel à des ressources normales, autant, durant les premiers mois de la guerre, ce moyen aurait été irréalisable. Sur ces points, M. Ribot, ministre des finances, exprimait ainsi son opinion (1) :

« Les crédits provisoires que nous vous demandons d'accorder, au titre du budget général, pour le premier semestre de 1915, s'élèvent au total de 8.525.264.407 francs.

« Pour faire face à ces charges considérables, quelles ressources devons-nous prévoir ?

« Dans la situation actuelle, nous ne vous proposons ni de créer de nouveaux impôts, ni de relever les impôts existants. On peut voir, par les chiffres que nous avons donnés, que la rentrée des impôts est difficile (2). Nous ne devons pas songer à ajouter en ce moment quelque chose aux charges que le pays supporte. Sans doute certaines régions, et dans toutes les parties du pays, certaines personnes, souffrent

---

(1) D. P., 11<sup>e</sup> Législature, n° 433, p. 21.

(2) « En ce qui concerne les contributions directes et les taxes assimilées, la marche des recouvrements a été forcément ralentie depuis l'ouverture des hostilités, beaucoup de contribuables ayant dû quitter leurs foyers par suite de la mobilisation et de l'approche de l'ennemi, un grand nombre d'autres, notamment des patentables et des propriétaires d'immeubles, ayant vu leurs affaires arrêtées ou leurs revenus atteints. L'action des comptables ayant été rendue partout difficile, le service ayant été complètement suspendu dans certaines régions les plus prospères du pays, les mois d'août, septembre et octobre, qui sont marqués, d'ordinaire, par des rentrées très importantes, n'ont permis de percevoir, cette année, que 2/12 05 contre 4,54 l'an dernier. C'est seulement la comparaison avec l'année précédente qui met en lumière le trouble apporté dans les habitudes de libération des contribuables, cette comparaison fait ressortir au détriment de l'exercice 1914 une différence, part des départements et des communes comprises, de plus de 150.000.000 de francs. » D. P., 433, p. 7.



moins que d'autres de la crise actuelle, mais des distinctions seraient plus que malaisées à établir, et il vaut mieux attendre, pour augmenter le poids des impôts, que le pays ait été délivré de l'invasion et que la vie économique ait pu reprendre tout son élan.

« Nous sommes obligés, par la force même des choses, de vous demander d'ajourner l'application des dispositions de la dernière loi des finances, concernant l'impôt sur le revenu. Il a été reconnu que, dans les circonstances présentes, nous ne pourrions pas obtenir des contribuables soumis à l'obligation de l'impôt, une déclaration exacte de leur revenu de l'année 1914, que la plupart d'entre eux, et particulièrement les commerçants, sont dans l'impossibilité d'établir. Quant aux éléments certains à l'aide desquels les contrôleurs doivent suppléer au défaut de déclaration, ils échappent, dans une situation aussi anormale que la nôtre, à l'administration. Ajoutons que plus de la moitié des contrôleurs des contributions directes ont été mobilisés, et qu'à ce seul point de vue, l'établissement de l'impôt serait impossible pour l'année 1915. Il convient donc d'ajourner une première application qui, dans les circonstances actuelles, serait désastreuse pour l'avenir même de la réforme. Nous vous proposons de fixer au 1<sup>er</sup> janvier 1916 la date de l'établissement de cet impôt, auquel tous les français qui en auront le moyen voudront patriotiquement se soumettre, pour fournir au Trésor les ressources dont le pays aura, au lendemain de la guerre, un besoin si pressant.

« En attendant que l'heure soit venue des réformes fiscales qui nous permettront de liquider le passé en même temps que d'asseoir sur de nouvelles bases l'équilibre de nos budgets, les moyens de trésorerie dont nous pouvons disposer sont largement suffisants pour parer, quant à présent, à tous les besoins de la situation. Le projet qui nous est soumis porte à deux milliards l'émission des bons du Trésor

et prévoit la possibilité de relever ce maximum par décret pris après un avis du Conseil d'Etat. La Banque de France nous fera, s'il est besoin, de nouvelles avances. Le Gouvernement sera donc en mesure de pourvoir à toutes les dépenses, si lourdes qu'elles soient, résultant de la guerre. Il vous demande de lui faire confiance quant au choix du moment où de véritables opérations d'emprunt pourront et devront être réalisées. »

Ainsi le Gouvernement ne croyait pas le moment opportun pour l'émission d'un grand emprunt de guerre, à l'heure où l'Allemagne avait mis sur le marché son premier Kriegsanleihe du 10 au 19 décembre 1914, au lendemain de la bataille de la Marne.

Les raisons économiques étaient-elles suffisantes pour empêcher pareille émission en France, à la même époque ?

Plus haut ont été exposées les conditions dans lesquelles le malheureux emprunt 3 1/2 % amortissable, avait été placé sur le marché et la difficulté de sa liquidation. Cet emprunt encore flottant était un obstacle à toute nouvelle émission. Par sa liquidation même, il pouvait déjà être considéré comme un premier emprunt de guerre. « Les circonstances fâcheuses, disait le rédacteur de la *Semaine financière du Temps*, le 16 août 1914, dans lesquelles cet emprunt a été émis n'en ont-elles pas fait un véritable emprunt de guerre et ne doit-il pas bénéficier des conditions d'intérêts qui devrait être affectées à l'emprunt de demain... ? La confusion de l'emprunt en cours de versement et de l'emprunt nouveau ne constituerait-elle pas le moyen le plus pratique, le plus sûr, d'alléger les grosses positions prises par le marché en banque tout entier sur le 3 1/2 % amortissable et d'assurer la liquidation du marché de Paris ? »

A cette circonstance il fallait ajouter le désarroi du marché financier. On a dû procéder à l'institution d'un morato-

rium; à la fermeture de la Bourse, nécessaire pour éviter l'effondrement des cours provoqué par l'offre des détenteurs de titres et des spéculateurs; l'arrêt des transactions commerciales et bancaires, rendait impossible une vaste émission d'un emprunt de guerre, c'est ce qu'expliquait M. Ribot dans ces termes (D. P. n° 433) :

« La Bourse de Paris a été surprise par la déclaration de guerre. Les capitaux engagés en report, soit au parquet, soit au marché en banque n'étaient pas aussi considérables qu'ils l'ont été à d'autres époques. Il n'atteignaient pas 500 millions au parquet et ne dépassaient guère 150 à 160 millions sur le marché des valeurs. Mais par suite de l'impossibilité où se sont trouvés les principaux reporteurs de s'engager à laisser leurs fonds en Bourse et de la difficulté de trouver de nouveaux capitaux, les agents de change ont décidé de ne pas faire la liquidation du 31 juillet.

« La France n'est pas le seul pays où la principale bourse des valeurs ait été fermée et la liquidation ajournée. Presque partout, à Londres, à New-York, il y a eu, comme chez nous, un ajournement sans date de la liquidation des opérations à terme, ajournement qui s'explique par l'impossibilité de remplacer les capitaux employés en reports et par la crainte de voir s'effondrer les cours si on voulait procéder, avant l'heure, à une liquidation forcée de la position des acheteurs à terme.

« La Banque de France, par une mesure analogue à celle qui a été prise en Angleterre, a consenti à prêter aux agents de change, sous la garantie solidaire de la chambre syndicale, une somme n'excédant pas 200 millions de francs qui servira à faire aux reporteurs qui voudront en bénéficier l'avance de 40 % de la valeur des titres reportés, lesquels formeront, à titre subsidiaire, la garantie de la Banque de France pour le remboursement de sa créance sur les agents de change. En attendant que la liquidation puisse se faire,

les acheteurs à terme et les agents de change seront protégés, comme en Angleterre, contre une action judiciaire. Mais cette garantie n'est que provisoire et sa durée dépendra non seulement des circonstances qui pourront hâter ou retarder la liquidation, mais encore des efforts que les agents de change feront pour diminuer leur dette et celle des acheteurs, envers les reporteurs ou les vendeurs à terme, par des versements partiels. Les agents de change de Paris n'ont pas songé un instant à décliner les responsabilités si lourdes que la guerre fait peser sur eux. En leur donnant le temps nécessaire, on peut être assuré qu'ils tiendront leurs engagements et qu'ils sauveront l'honneur du grand marché financier de Paris. »

La ligne de la politique du Gouvernement apparaît nettement dès cette époque : utilisation des moyens de Trésorerie, préparation du marché en vue des emprunts futurs.

Le marché libre des valeurs et les établissements de crédit devaient occuper également l'attention du Gouvernement. M. Ribot, dans son exposé, indiquait leur situation justifiant la remise à plus tard d'un important emprunt jusqu'à ce que l'équilibre du crédit privé fût rétabli.

« Quant au marché libre des valeurs, plus atteint encore que le parquet par la crise actuelle, il a besoin d'un peu plus de temps pour se reconnaître et se réorganiser en vue d'obtenir de la Banque de France des facilités analogues à celles qui ont été consenties à la Compagnie des agents de change. Nous ne pouvons pas oublier les services qu'il a rendu et nous savons qu'il peut en rendre encore dans l'avenir, à condition de se mieux défendre contre certaines influences qui tendaient à s'emparer de lui. Aussi ne lui refuserons-nous pas les délais qui lui sont indispensables.

« La réouverture de la Bourse de Paris s'est faite, le 7 décembre, pour les opérations au comptant, en attendant que le marché à terme puisse fonctionner de nouveau. Nous



avons pris les devants sur certaines Bourses étrangères et on peut déjà constater que les capitaux qui se tenaient à l'écart commencent à s'offrir grâce à ce renouveau de confiance qui se fait sentir partout dans notre pays. »

Il ajoutait, passant ensuite à l'examen de la situation des établissements de crédit : « Les grands établissements, qui ont pris une place si considérable dans l'organisation et la distribution du crédit en France, ont été surpris, eux aussi, par la guerre. Afin de satisfaire aux demandes de remboursement dont ils ont été assaillis par les déposants au moment où la crise a éclaté, ils se sont adressés à la Banque de France pour l'escompte de leur portefeuille commercial. En temps ordinaire, ils ne remettent à la Banque les effets qu'ils ont escomptés au moyen de l'argent des dépôts qu'à une époque voisine de l'échéance. Qu'une crise grave survienne, les banques ou établissements de crédit s'empressent de réclamer l'aide de la Banque de France, au moment même où celle-ci se propose de donner son concours à l'Etat. Si la Banque de France n'avait pas l'organisation solide que tout le monde sait, si elle ne s'était pas préparé de longue main à faire face à toutes les exigences qui viennent la presser en temps de crise, en constituant durant la paix son trésor de guerre qui est son encaisse or, comment n'aurait-elle pas été débordé ? On parle avec raison du secours que, à la demande du Gouvernement britannique, la Banque d'Angleterre a prêté au lendemain de la déclaration de guerre aux banques, en prenant charge de leurs acceptations ; mais si on relève le chiffre des escomptes de la Banque de France, dans la période critique du 27 juillet au 6 août, on voit que son portefeuille s'est augmenté, en dix jours, de 2.352 millions, si bien que de 1.504 millions au 21 juillet, il a passé à cette date du 1<sup>er</sup> octobre à 4.476 millions, soit une augmentation totale de 2.972 millions, ou, en chiffres ronds, de 3 milliards.

« Malgré ces escomptes si considérables, les banques et établissements de crédit qui ne pouvaient mobiliser, pour rembourser leurs dépôts ou comptes courants, les sommes placées par eux en reports, en avances sur titres ou en valeurs non négociables à la Banque de France, ont eu besoin de mesures temporaires de protection. D'abord limité à 250 francs et à 5 % du surplus du montant des dépôts, les remboursements obligatoires ont été, par des mesures successives, portées à 1.000 francs et 50 % ou 75 % du surplus, suivant qu'il s'agissait de sommes réclamées par des particuliers pour leurs besoins personnels ou par des commerçants et des industriels pour les nécessités de leurs affaires.

« Il n'eût pas été possible de porter plus haut, d'un seul coup, le montant des remboursements obligatoires sans s'exposer à mettre en un sérieux péril des banques dont le passif peut ne pas excéder l'actif, mais qui, par suite des circonstances et des délais accordés à leurs débiteurs, ne peuvent se procurer des disponibilités immédiates. Nous avons dû agir avec ménagement et marcher en quelque sorte pas à pas. Il n'eût pas été d'ailleurs possible de procéder, à l'égard des divers établissements, par des mesures individuelles, qui eussent exigé un examen auquel le Ministre des finances n'aurait pas eu les moyens de se livrer et qui aurait fait peser sur lui des responsabilités qu'il n'aurait pas pu accepter.

« Si tous les établissements de crédit ne s'étaient servis que pour l'escompte des effets de commerce négociables à la Banque de France de la plus forte part de leurs dépôts et s'ils n'avaient employé à ces avances sur titres, ou à des opérations qui ne peuvent se liquider en temps de crise, à de courtes échéances, que leur capital et leurs réserves, comme le voudrait la prudence, ils n'auraient pas eu besoin de ces mesures de protection dont nous avons parlé. Une aide pas-

sagère offerte par l'Etat, au début de la crise, leur eût suffi, comme en Angleterre, pour les maintenir à flot. Nous aurons à voir, quand cette crise sera passée, quelles précautions il y aura lieu de prendre pour obliger les banques de dépôt à conserver des encaisses suffisantes, à ne pas faire d'immobilisations exagérées et aussi à publier des bilans qui fassent mieux apparaître leurs disponibilités et leurs engagements à vue. L'heure n'est pas venue de discuter ces questions non plus que de rechercher si tous ces grands établissements de crédit ont administré avec la même prévoyance les immenses ressources que le public leur a confiées. Par la direction qu'ils donnent à l'épargne publique, ils disposent d'une puissance considérable qui doit s'employer non seulement dans l'intérêt de leurs actionnaires mais aussi dans l'intérêt de la France au dehors. »

Le 10 octobre 1914, l'*Economiste français* publiait, d'après le *Temps*, une interview de M. Ribot. L'opinion du Ministre des finances était déjà arrêtée en matière d'emprunt, en l'espèce, il était inutile de faire un emprunt public, sauf en bons du Trésor, et l'*Economiste français* ajoutait : « Nous sommes de son avis, un grand emprunt en rentes serait prématuré. » Dans sa communication à l'Académie des sciences morales et politiques, M. P. Leroy-Beaulieu estimait que l'état de guerre était incompatible avec un grand emprunt, à l'appui il montrait l'exemple de l'Angleterre, qui cependant n'était pas éloignée d'y recourir, et quant à l'Allemagne, qui avait procédé à sa première émission du 10 au 19 septembre 1914, il pensait que pour une partie le résultat était fictif, idée qui aujourd'hui doit être nettement écartée. A ses yeux, seules des ressources d'expédients étaient possibles, et il les énumérait : d'abord émission de billets à cours forcé, ensuite et surtout émission de bons du Trésor à très court terme, 3, 6, 8 mois, destinés à être consolidés au lendemain de la paix.

Les mêmes principes étaient rappelés, le 26 décembre 1914, dans l'*Economiste français* : « Il ne peut être question maintenant ni d'impôts nouveaux, ni d'emprunts définitifs; si d'autres pays recourent, au milieu de la guerre, à ces deux moyens, c'est leur méthode, ce n'est pas la nôtre. Pour nous, avec neuf départements envahis, et même une fois l'ennemi rejeté hors de France, avec 2 1/2 ou 3 millions d'hommes, de toute situation sociale, sous les drapeaux, M. Ribot juge et tous les hommes expérimentés sont en France de son avis, qu'il serait prématuré d'établir un impôt nouveau et de recourir à un emprunt permanent.

« La Banque de France a pu faire des avances considérables au Trésor, l'emprunt de 805 millions contracté en juillet y a joint et y joindra, quand les versements seront terminés, une ressource de quelque importance. Les bons de la défense nationale fourniront le reste... »

Tel était en France l'état de l'opinion au sujet des méthodes d'emprunt, au début de la guerre.

## II. — Première phase de la politique allemande.

Exposé de M. Hellferich : Inutilité des impôts, recours à la dette flottante avec consolidation tous les 6 mois. — Opposition de la politique anglaise et de la politique allemande. — Danger de cette politique. — Moyens pour masquer le déficit. — Opinion de M. Wirth, ministre des finances.

Voyons maintenant l'orientation de la politique allemande à la même époque; elle était exposée comme il suit au Reichstag, le 10 mars 1913, par le ministre des finances Hellferich :

« Les Gouvernements confédérés ont cru pouvoir, pour l'instant, s'abstenir d'introduire des impôts nouveaux. Ils ont estimé qu'ils ne devaient pas rendre plus lourds encore — il l'est assez déjà — à la nation, le poids des charges de la



guerre, en créant des impôts nouveaux et en augmentant les anciens, et cela, tout aussi longtemps que l'établissement du budget ordinaire ne les y contraindra pas.

« A financer la guerre doivent suffire, pour ainsi dire d'une façon exclusive, les emprunts, les billets de banque, l'émission de papier monnaie.

« Le succès de notre premier emprunt de guerre; au mois de septembre de l'an dernier, nous a procuré un avantage : les frais de guerre qui s'étaient accumulés jusqu'à l'émission de l'emprunt, ont trouvé leur couverture pour partie dans les disponibilités de la caisse centrale de l'Empire, partie dans l'émission d'obligations du Trésor, principalement à la Reichsbank. »

Donc ici, comme en France, pas d'impôts nouveaux ; le Sous-Secrétaire d'Etat aux finances estime qu'il n'y a pas lieu de surcharger le pays, non point parce que celui-ci ne pourrait supporter ce nouveau fardeau, mais parce qu'il trouve inutile d'y recourir, les moyens qu'il expose étant jugés suffisants et préférables. Dans un discours suivant, le 16 mars 1916, il revenait sur cette question et opposait la méthode allemande à la méthode anglaise :

« Je ne m'effraierais pas, disait-il, d'imiter la politique financière anglaise, si j'arrivais à la conviction que cette politique est bien la juste et qu'elle est appréciable ; on doit en effet apprendre de ses ennemis.... Le Ministre des finances anglais a proclamé, dès les premiers mois de la guerre, une politique financière qui devait consister, à couvrir les dépenses de guerre, pour une partie considérable, non pas au moyen d'emprunts, mais par l'accroissement des impôts. Il s'est référé sur ce point aux anciennes traditions britanniques et, entre autres, à ce souvenir : les frais des guerres napoléoniennes ont été couverts, jusqu'à concurrence de 45 %, par les impôts, mais pour réaliser entièrement ce programme, le souffle lui a manqué.

« L'Angleterre aura rendu, à la fin du présent exercice, 122 millions en impôts de guerre, somme en soi considérable et qui représente un exploit tout à fait digne de considération de la part du contribuable anglais; mais si on le compare au total des frais de guerre, qui au 31 mars courant, auront probablement dépassé 1.800 millions, vous verrez que quant à présent, le rapport du produit des impôts de guerre n'atteint pas tout à fait 7 % (exactement 6,7 %). Par conséquent les intérêts de la dette une fois payés, il ne reste qu'une quantité négligeable d'argent disponible.

« Pour nous et dès l'abord, nous n'avons pas eu cette présomption, de pouvoir, en quelque manière, couvrir une proportion importante des frais d'une pareille guerre au moyen d'impôts; dès l'abord, nous nous sommes faits une représentation plus juste des exigences financières de cette guerre, que les hommes d'Etat anglais.

« Nous avons, à priori, resserré notre programme et nous nous sommes bornés à conserver les principes fondamentaux de l'administration de l'Empire. Il s'agit de nous maintenir sur ce terrain, de rester conséquent avec nous-mêmes, et non pas parce que nous sommes à cheval sur ces principes, mais bien pratiquement parce que les plus graves intérêts sont en jeu...

« Nous ne pouvons soutenir financièrement la guerre et — ce qui est encore un fait de résistance — nous ne pourrions abattre le chemin difficile qui nous ramènera à l'économie du temps de paix, si notre maison n'est pas en temps de guerre bien meublée et en ordre. Nous ne pourrions demander à notre peuple, qui maintenant pour la quatrième fois, par amour pour la Patrie et dans un élan de confiance, offre à l'Empire les pfennigs de son épargne, nous ne pourrions lui demander, nous ne pourrions pas recevoir les milliards qu'il apporte à l'emprunt, si nous ne prenions au moment juste, les mesures de précautions nécessaires pour assurer le paiement des intérêts. »

La même opinion, à peu de choses près, était exposée le 1<sup>er</sup> décembre 1917 par le Comte de Roedern, successeur de M. Hellferich : Il y avait lieu de poursuivre la politique d'emprunt, suivie depuis le début de la guerre, prélèvement de l'épargne par l'emprunt à court terme, complété régulièrement tous les six mois par une opération de consolidation et subsidiairement création par l'impôt des ressources nécessaires au service des intérêts. « Quant à une réforme organique de nos finances et à l'exécution d'un programme plus étendu cela viendra ensuite... »

Mais la politique de l'équilibre du budget ordinaire, et de la couverture des intérêts des emprunts était-elle en fait aussi rigoureusement suivie que l'affirmait M. Hellferich et son successeur ? Il ne paraît pas. *L'industrie und handels zeitung*, dans un article sur la situation financière de l'Allemagne, commente les communications du Ministre des Finances Wirth, le 1<sup>er</sup> juillet 1920, à l'Assemblée nationale ; ces déclarations contredisent nettement celles de ses prédécesseurs : en réalité la crise financière remontait au début de la guerre et se manifestait depuis par un déséquilibre entre les sorties comprises en temps normal dans le budget ordinaire et les entrées courantes. Dès 1916, la situation n'est plus claire. Le service des intérêts publics exigeait une dépense de 2.518,5 millions de marks, soit plus que le budget de l'Empire en temps normal, exclusion faite des dépenses pour la défense nationale. Pour obtenir l'équilibre les entrées ordinaires auraient dû être de 5 milliards ; or, abstraction faite des emprunts, elles n'ont pas dépassé en 1916, deux milliards. Donc, il y avait déjà à cette époque, un déficit de trois milliards sur le budget normal y compris les intérêts dus au service de la nouvelle dette de guerre.

C'est à partir seulement du budget de 1916, que la politique financière de l'Allemagne s'oriente vers la recherche de nouvelles ressources fiscales, et M. Hellferich affirmait que

sa ligne de conduite n'était pas déviée; que ses décisions n'étaient en rien influencées par la méthode anglaise, et il ajoutait: «Je n'ai jamais émis le principe que nous pourrions mener la guerre pendant une durée indéfinie sans avoir de nouvelles sources d'impôts. Ce que j'ai expliqué ici même il y a un an revenait à ceci : à savoir, que nous croyons devoir nous abstenir de nouveaux impôts, aussi longtemps qu'il nous sera possible de balancer notre budget ordinaire y compris le service de la dette, sans recettes nouvelles. »

Comment se fait-il que M. Wirth portait devant l'Assemblée nationale, l'accusation exposée plus haut, concernant le Gouvernement de 1916? Il suffit de considérer les budgets de 1913 à 1917 pour trouver facilement l'explication:

Le budget ordinaire aux chapitres concernant la Marine, l'Armée, les Colonies, la Justice militaire, comporte les dépenses suivantes (1) :

| DÉPENSES                                                                                      | EN MILLIERS DE MARKS |         |         |         |         |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|---------|---------|---------|---------|
|                                                                                               | 1913                 | 1914    | 1915    | 1916    | 1917    |
| I. — Entretien de l'Armée (total)...                                                          | 1.546.167            | 648.167 | 226.949 | 169.650 | 151.445 |
| II. — Service de la Justice militaire (y compris le fonds des pensions.) .....                | 649                  | 308     | 118     | 152     | 184     |
| III. — Entretien de la Marine (total).                                                        | 450.711              | 317.440 | 39.274  | 20.675  | 19.277  |
| IV. — Service des Colonies (y compris le fond de pension pour les troupes d'occupation) ..... | 24.454               | 22.643  | 21.257  | 1.971   | 1.832   |
| Total .....                                                                                   | 2.021.981            | 988.558 | 287.598 | 192.448 | 172.738 |

(1) *Denkschrift des Reichsministers der Finanzen Schiffer über « Die Finanzen des Deutschen Reichs in den Rechnungsjahren. » 1914-1918 vom, 12. März 1919.* Documents de l'Assemblée Nationale n° 158.



Sur ces services compris au budget normal en temps de paix on trouve, en 1917, une diminution de près de deux milliards de marks, ces dépenses ayant été peu à peu éliminées pour être reportées au budget extraordinaire, alimenté par l'emprunt. Si l'on considère les autres dépenses inscrites au budget ordinaire, on trouve en 1913, 195,942 millions de marks, contre 220,203 (non compris les intérêts et l'amortissement de la Dette) en 1917. Les chiffres n'ont presque point varié.

C'est ainsi que l'équilibre du budget ordinaire y compris le service de la dette a été obtenu.

L'Allemagne présentait cependant une capacité fiscale qui aurait pu être immédiatement utilisée ; M. Rist fait le tableau suivant de la situation privilégiée du contribuable Allemand (1). D'après la comparaison faite par Kaufman en 1902 et refaite en 1913 en tenant compte de part et d'autre de la progression des impôts, le revenu moyen d'un sujet de l'Empire subissait un prélèvement de 10 %. En France, à la même époque, la charge totale était de 15 %. Les dépenses de l'empire étaient certes élevées, mais dans les budgets, les recettes comprenaient 53 % de recettes industrielles et commerciales et pour un montant correspondant de dépenses de même nature. Ainsi allégées, les dépenses ne dépassaient guère 5 milliards, dont une fraction seulement devait être demandée à l'impôt. Le territoire allemand était intact et par suite de la prévision des hostilités rien ne s'opposait à une élévation des revenus fiscaux. Si l'Allemagne ne s'y est pas résolue durant la première phase de sa politique, c'est qu'elle ne l'a pas voulu, comme le disait le ministre Hellferich ; et les motifs qui l'ont poussée à écarter cette source de recettes, proviennent de la conception allemande de la guerre. Le Gouvernement

---

(1) Ch. RIST, *Les finances de guerre de l'Allemagne*, Payot, Paris, 1921.

escomptait la brièveté des opérations militaires, et dans le grand coup qu'il voulait frapper, il ne voulait point énerver l'effort du peuple allemand. Un grand emprunt financerait la guerre et une indemnité compenserait ensuite et au delà, la liquidation.

**Raisons économiques permettant en Allemagne  
l'émission immédiate d'un grand emprunt de guerre.**

L'on jugeait, avec raison, que la situation de l'Empire permettait une vaste émission peu après l'ouverture des hostilités ; l'on a vu en France les motifs qui s'y opposaient, voici maintenant les raisons de la possibilité de cette opération en Allemagne.

Les fonds d'Etat trouvaient difficilement preneurs en temps de paix ; les hostilités ont complètement changé la face des choses. L'épargne allemande était importante, mais trouvait dans les entreprises industrielles et commerciales un débouché d'un revenu très supérieur ; les dividendes des entreprises se transformaient en agrandissement, développement des usines et du matériel. La guerre est survenue arrêtant ce développement et la partie des revenus ainsi primitivement employée est devenue disponible pour l'Etat.

Une deuxième ressource allait également s'offrir à l'emprunt. Par suite du blocus, le commerce extérieur était à peu près arrêté, le capital circulant qui y était utilisé et les bénéfices qui en avaient été retirés, privés momentanément d'emplois, pouvaient sans inconvénient, deux mois après la déclaration de guerre, refluer vers le Trésor.

Nous ne connaissons pas de statistiques du commerce extérieur de l'Allemagne durant la guerre ; d'après le tableau des balances du commerce, de la Banque Nationale Suisse, en 1913 les importations s'élevaient à 11.206 mil-

lions, contre 10,199 d'exportations ; selon ses estimations ces chiffres seraient tombés, avec la guerre, respectivement à 2 milliards 1/2 environ pour les importations, et 1 milliard 1/2 environ pour les exportations ; on peut juger d'après cette marge de la quantité de capitaux ainsi rendus disponibles.

Il n'a été fait qu'une application très limitée du moratorium, les créances ont pu ainsi être assez aisément liquidées ; comme d'autre part les affaires ne se renouelaient plus, il y avait encore là des réserves qui s'offraient au Trésor.

Jusqu'à la révolution, les grands emprunts ont été le pivot de la politique financière allemande, méthode que M. Hellferich définissait ainsi : un cercle parcouru par l'argent et au cours duquel l'argent dépensé par l'Etat se rassemble aux mains des producteurs, devient capital, et retourne à l'Etat par la voie des emprunts. Nous donnons ci-après les réflexions que ce système a suggérées à un Allemand.

« Assurément l'importance de la richesse d'une nation donne comme un point d'arrêt, d'où l'on peut se placer pour juger de sa puissance économique et d'où l'on peut conclure valablement sur ce qu'on peut en tirer pour le crédit de l'Etat. Mais cette considération à elle seule n'est pas décisive ; si la richesse nationale doit en temps de guerre être disponible pour les grands emprunts que l'Etat émet, sa liquidité, c'est-à-dire le rapport entre les capitaux immobilisés et les capitaux mobiles, entre aussi en ligne de compte, et encore, la proportion de ces derniers qui peuvent être rendus liquides en vue des grands emprunts. D'autre part, l'expérience de la présente guerre démontre le danger des placements à l'étranger, de même qu'elle prouve combien grande est la force reproductive économique des peuples. Un Etat qui a la bonne fortune de pouvoir restituer les énormes dépenses que la guerre entraîne, pour la plus grande partie

du moins, à sa production nationale et qui est par suite en état de remplir les réservoirs d'où coulent les revenus nationaux, pourra satisfaire ses besoins de crédit beaucoup plus facilement que tel autre qui sera obligé d'expatrier des sommes considérables pour ses fournitures de guerre... Les véritables causes du succès considérable de la politique financière allemande sont les suivantes : elles résident dans les préparatifs commencés à temps et poursuivis d'une manière appropriée en matière monétaire et en matière de crédit; dans la force de production et d'organisation du système économique allemand, qui à la place des débouchés perdus, a su créer en territoire national et à l'étranger, de nouvelles sources de profits rémunérateurs; dans la fermeture des marchés étrangers, qui a diminué l'écoulement de l'argent à l'extérieur et a empêché l'Allemagne de s'endetter vis-à-vis de l'étranger.

Puisque l'argent recueilli par l'Etat au moyen des emprunts de guerre retourne dans une proportion énorme, à l'industrie, à l'agriculture, à la main-d'œuvre nationale, pendant que d'autre part le renoncement au superflu favorise malgré la cherté du coût de la vie, l'épargne, le réservoir d'où sortent les revenus nationaux, ne cesse de se remplir. » (Th. von Eheberg, *Kriegsfinanzen*, 1917, pp. 17, 18, 31.)

### III. — Première phase de la politique italienne.

Effort fiscal immédiat. — Principe d'assurer les recettes pour couvrir les arrérages des emprunts. — Manque de programme général. — Conséquence de 12 mois de neutralité sur l'économie italienne.

La guerre avait provoqué en Italie les mêmes phénomènes que dans toute l'Europe. Cependant, dès le début, les méthodes financières italiennes diffèrent de celles appliquées



en France et en Allemagne. Le principe était de faire essentiellement face aux dépenses de guerre avec des emprunts, mais, tradition qui remonte au début du *Risorgimento* politique, en faisant précéder toute stipulation d'emprunt, de la création de ressources correspondant au service des intérêts. Il faut reconnaître ici un réel effort en vue de s'assurer de saines finances.

Le 14 décembre 1916, M. Paolo Carcano, ministre du Trésor, dans son exposé financier, traçait les résultats de cette ligne de conduite.

« En résumant donc les prévisions touchant l'exercice 1917 que nous venons d'exposer, on constate ce qui suit : la catégorie des recettes et des dépenses effectives accuse un excédent de 525 millions; le « mouvement des fonds » présente, lui aussi, un excédent de 69 millions, d'où pour le total des recettes et des dépenses un excédent de 594 millions (bien entendu relativement aux dépenses normales). Une remarque qui a son importance, au sujet de cet excédent de recettes estimé à 525 millions par rapport aux dépenses effectives, c'est qu'il s'affirme après qu'on a grevé le budget de 655 millions pour pourvoir aux intérêts des trois emprunts nationaux 4,50 % et 5 %, des bons du Trésor de différents types : bons émis pour acquitter les fournitures militaires, bons spéciaux placés à l'étranger, bons à 3 et 5 ans, et enfin pour payer l'intérêt dû à nos établissements d'émission pour les sommes qu'ils ont mis à la disposition de l'Etat.

« Quant aux nouvelles dettes qu'il faudra contracter pour faire face aux besoins de la guerre, il y a lieu de noter que les intérêts y afférents sont, d'ores et déjà, couverts par l'excédent présumé qui figure au budget, soit plus d'un demi-milliard. De sorte que les contribuables ont raison d'entrevoir une longue période de trêve, même dans l'hypothèse que la guerre durera encore longtemps. »

Un peu plus loin il ajoutait : « Le Parlement et le pays, en suivant une politique financière précise qui reçut l'assentiment général, ont coopérés ensemble pour faire face aux besoins du Trésor, par l'application de nouveaux impôts que les contribuables ont généreusement acceptés et par des appels au crédit s'adressant aux capitalistes et à l'épargne, sous des formes différentes et enfin un recours relativement faible à l'émission de billets. De cette manière, tandis qu'on assurait les fonds affectés au service des intérêts des sommes empruntées, on gardait intacte, auprès de l'opinion publique, la forte base de notre organisme financier. »

Le professeur Einaudi constatait que la caractéristique des finances de guerre de l'Italie était remarquable par : « le zèle louable pour procurer au Trésor les sommes nécessaires pour le service des emprunts de guerre, préoccupation maxima des ministres du Trésor et des finances. Préoccupation saine et louable sans doute. Ainsi seulement le crédit se maintient et l'Etat peut obtenir par l'emprunt les sommes gigantesques dont il a besoin pour la conduite de la guerre. »

Malheureusement, on ne trouve pas en Italie, jusqu'à la fin de 1918, une véritable politique fiscale ; sans entrer dans le détail, l'on doit retenir que les ministres italiens, hypnotisés par la nécessité d'assurer les intérêts de la dette, ont en grand hâte superposé des impôts sur des impôts, simplement pour faire chiffre, et sans aucun plan arrêté. Un autre pays ne s'en serait peut-être point accommodé. On peut se faire une idée de la véritable pluie de taxes qui tombait sur le contribuable italien, en songeant que du mois d'octobre 1914 au mois de novembre 1916 il n'y eut pas moins de 38 taxes nouvelles ou augmentations de tarifs.

Maintenir les revenus de l'Etat à une hauteur telle qu'elle permit de couvrir toutes les dépenses ordinaires et de garantir aux créanciers les intérêts des dettes publiques, a été un

principe que l'Italie mit en œuvre effectivement, avec un seul autre belligérant, l'Angleterre. Seule l'Angleterre, proportionnellement, présente la même vigueur de taxation immédiate que l'Italie, mais avec un plan fiscal beaucoup mieux arrêté.

Le tableau suivant des principales augmentations donne la proportion de l'accroissement des ressources fiscales en Italie :

| ANNÉE FINANCIÈRE 1913-1914<br>(antérieure à la guerre) |       | ANNÉE FINANCIÈRE DE GUERRE<br>(prévision 1918-1919) |       |
|--------------------------------------------------------|-------|-----------------------------------------------------|-------|
| Richesse mobilière.....                                | 346.2 | .....                                               | 765   |
| Impôt foncier.....                                     | 81.6  | .....                                               | 120   |
| Impôt sur les bâtiments...                             | 112.8 | .....                                               | 180   |
| Taxe sur les affaires.....                             | 337.6 | .....                                               | 672   |
| Impôt de consommation...                               | 625.4 | .....                                               | 1.992 |

Le Gouvernement jusqu'en 1917 maintint sagement et dans d'étroites limites l'émission du papier monnaie, elle donna lieu cependant à de longues et ardentes discussions; mais il est certain que jusqu'au désastre de Caporetto, en octobre 1917, elle fut modérée, la circulation dans son ensemble n'ayant pas triplé. Les chiffres étaient les suivants :

|                                                                           | 31 juillet<br>1914 | 31 déc.<br>1915 | 31 déc.<br>1916 |
|---------------------------------------------------------------------------|--------------------|-----------------|-----------------|
| I. — Billets en circulation pour le compte<br>du Commerce.....            | 2.265.2            | 1.898.7         | 2.458.2         |
| Billets en circulation pour le compte<br>de l'Etat.....                   | »                  | 2.069.3         | 2.554.2         |
| Total des Billets de Banque.....                                          | 2.265.2            | 3.968.0         | 5 012.4         |
| II. — Billets d'Etat.....                                                 | 499.1              | 1 082.1         | 1.317.3         |
| Total des Billets de Banque et d'Etat.                                    | 2.764.3            | 5.050.1         | 6.329.7         |
| III. — Total des Billets d'Etat et de<br>Banque pour le compte de l'Etat. | 449.1              | 3.151.4         | 3.871.5         |

Quel était le milieu économique dans lequel se mouvait cette politique financière ? On constate en Italie une interruption de la vie économique analogue à celle qui s'était produite en France et en Angleterre : fermeture de la Bourse et nécessité pour l'Etat d'intervenir, pour tirer de leur situation embarrassée les banques ordinaires de crédit. Les dépôts étaient l'objet de pressantes demandes de la part des déposants ; les portefeuilles, les valeurs étaient immobilisés sur le marché, par le défaut d'argent disponible et la clôture des bourses ; les lettres de change étrangères étaient elles-mêmes immobilisées par la cessation du commerce et le défaut de remises qui en résultait. Pour leur venir en aide, on suivit dans une certaine limite la voie indiquée par les Anglais.

Au point de vue industriel, durant la première année des hostilités, l'Italie offrit le spectacle curieux d'une nation, qui relativement à la situation financière était en guerre, mais qui effectivement ne l'était pas ; comme le fait remarquer la « Banque commerciale italienne » dans les renseignements qu'elle publie sur le mouvement économique de l'Italie, durant cette période, l'industrie prenait ses positions, liquidait les entreprises faibles et resserrait les formes de son activité. Puis, succédant à ce premier mouvement, se dessinait une reprise industrielle très vigoureuse notamment dans les branches : textile, chimique, métallurgique et mécanique ; en même temps on constatait un accroissement rapide des bénéfices agricoles et commerciaux et une reprise du commerce extérieur, facilité par la vente avantageuse de fournitures aux belligérants.

Il en résultait une inversion en faveur de l'Italie de la balance commerciale et le déséquilibre commercial, en produits finis, qui avait été de 1.305 millions en 1912 et 1.134 en 1913, se réduisit à 40,8 millions dans les cinq premiers mois de 1915. L'accroissement surprenant de l'exportation



des produits finis, résulte des chiffres suivants (en millions de lire) :

| ANNÉES | EN MILLIONS DE LIRE |             |            |
|--------|---------------------|-------------|------------|
|        | IMPORTATION         | EXPORTATION | DIFFÉRENCE |
| 1908   | 810                 | 438         | + 372      |
| 1909   | 754                 | 475         | + 279      |
| 1910   | 798                 | 600         | + 198      |
| 1911   | 805                 | 706         | + 99       |
| 1912   | 855                 | 744         | + 111      |
| 1913   | 851                 | 798         | + 53       |
| 1914   | 672                 | 671         | + 1        |
| 1915   | 449                 | 885         | — 436      |

et ceci est important et doit être mis en évidence, car c'est dans les avantages économiques des dix mois de neutralité que l'on doit chercher en partie, l'explication des difficultés que le gouvernement italien a toujours éprouvées pour recueillir par l'emprunt les capitaux qui lui étaient nécessaires. Les capitaux étaient rares et la rapidité du développement industriel pour les productions de guerre, devait en aspirer une partie. Si l'on fait la comparaison avec les chiffres antérieurs à la guerre, de l'emploi de l'épargne dans l'industrie, on aura une idée de la modification profonde survenue dans les placements.

#### I.—CAPITAUX NATIONAUX PLACÉS DANS L'INDUSTRIE EN ITALIE (1)

| ANNÉES | NOUVEAUX<br>PLACEMENTS | RETRAITS<br>DE PLACEMENTS | ACCROISSEMENTS NETS<br>des placements<br>industriels |
|--------|------------------------|---------------------------|------------------------------------------------------|
|        | Lire                   | Lire                      | Lire                                                 |
| 1913   | 281.842.000            | 149.907.000               | 131.935.000                                          |
| 1914   | 282.064.000            | 154.583.000               | 127.421.000                                          |
| 1915   | 196.734.000            | 118.118.000               | 78.616.000                                           |
| 1916   | 409.987.000            | 178.224.000               | 231.763.000                                          |
| 1917   | 1.408.186.000          | 76.193.000                | 1.331.933.000                                        |
| 1918   | 3.154.054.000          | 118.601.000               | 3.035.453.000                                        |

(1) Mouvement économique de l'Italie. — Banque commerciale italienne. — Milan.

Il est intéressant de constater que ce mouvement est en sens inverse de celui qui se produisit en Angleterre, où les mesures gouvernementales soutenues par l'effort des banques, tâchèrent d'éloigner les capitaux des placements industriels et y réussirent dans la mesure indiquée par le tableau ci-après, qui, toutes proportions gardées, montre la différence entre les mouvements de l'épargne anglaise et ceux de l'épargne italienne :

## II. — PLACEMENT DES CAPITAUX NATIONAUX EN ANGLETERRE

(en milliers de livres sterling)

|                               | 1913     | 1917      | 1918      |
|-------------------------------|----------|-----------|-----------|
| Prêts au Gouvernement.....    | »        | 1.297.820 | 1.342.962 |
| — aux Colonies.....           | 26.278.7 | 13.871    | 4.750     |
| — — Gouvernements étrangers.  | 26.158.2 | »         | 14.790    |
| — — Municipalités.....        | 920      | »         | 995       |
| — — Chemins de fer anglais... | 1.018.8  | »         | »         |
| — — — coloniaux               | 14.941   | »         | 990       |
| — — — étrangers.              | 28.038.7 | »         | 820       |
| — — Sociétés minières.....    | 3.339    | »         | 304.3     |
| — — — financières.....        | 7.423.9  | »         | »         |
| — — — distilleries.....       | 24.5     | »         | »         |
| — — — commerciales...         | 432.5    | »         | »         |
| — — — industrielles.....      | 10.894.5 | 1.378     | 4.256.3   |
| — — — pour la Gomme..         | 1.275.8  |           |           |
| — — — pour le Pétrole..       | 5.265.4  | 1.128     | 1.725     |
| — — — Sidérurg. et Métal.     | 6.418.5  | 885       | 11.515.1  |
| — — — Electriques.....        | 6.916.4  | 214       | 2.111.5   |
| — — — des Tramways...         | 4.710.2  | 400       | 115.7     |
| — — — des Automobiles..       | 1.028.2  | 554       | 663.7     |
| — — — Docks et Navigat.       | 3.265.2  | »         | 120       |
| — — — Banque et Assur.        | 4.494.1  | 1.500     | 2.806.6   |
| — — — Diverses.....           | 15.177.4 | 1.150     | 4.406.2   |

(I et II) Tableaux empruntés au *Mouvement économique de l'Italie*. Banque Commerciale italienne, Milan.

#### IV. — La Méthode Anglaise.

Recours à l'emprunt dans la mesure où l'impôt ne peut suffire. — Exposés de MM. Lloyd George, Mac Kenna et Bonar Law. — La situation économique de l'Angleterre. — Critique de la politique anglaise. — Opinion de M. Hartley Withers dans l'*Economist*.

L'exposé de la politique anglaise a été réservé jusqu'après l'examen de la première phase des politiques française, italienne et allemande ; tandis qu'il faudra revenir sur ces dernières, on peut déjà indiquer que la méthode financière anglaise s'est déroulée avec une extrême régularité dans ses grandes lignes, jusqu'à la fin des hostilités et même au delà, quoique, au point de vue du détail de ses opérations d'emprunt, elle ait marqué, plus que toute autre, de fréquentes hésitations.

Le principe fondamental de la politique financière anglaise est le recours à l'impôt dans la plus large mesure possible ; il n'est fait appel à l'emprunt que lorsqu'on a demandé à l'impôt tout ce qu'il pouvait raisonnablement donner. Dans la mesure où on fait appel au crédit, on utilise l'emprunt à courte échéance, et ensuite l'emprunt amortissable très rapidement, car c'est la génération présente qui doit supporter les dépenses de la guerre.

Le premier document concernant la politique financière, est le budget speech prononcé par le chancelier de l'Echiquier, M. Lloyd George, devant la Chambre des Communes, le 17 novembre 1914. M. Lloyd George pose nettement la question : « Convient-il d'en couvrir une partie (des dépenses de guerre) et, dans ce cas, quelle proportion au moyen d'impôts ? Si nous n'établissons pas d'impôts et d'impôts lourds, ce sera, pour la première fois, un abandon gravé

des traditions d'honneur établies et, jusqu'ici, suivies par ce pays, pour chacune des guerres où il a été engagé. » Et, examinant les précédents, il rappelle les guerres de la fin du XVIII<sup>e</sup> et du commencement du XIX<sup>e</sup> siècles contre la France, la guerre de Crimée, dont les dépenses, pour la moitié environ, furent couvertes par l'impôt, et, d'après la situation comparée de la richesse du pays à l'époque et aujourd'hui, il conclut qu'en appliquant les mêmes tarifs que Pitt en 1798, l'Angleterre pourrait lever par « l'income-tax » des recettes jusqu'à la somme considérable de 700.000.000 liv. st. C'est grâce à cet héroïsme fiscal que l'Angleterre ne paie point l'intérêt des dettes qu'il aurait été nécessaire de contracter à cette époque.

Le Chancelier continuait dans les termes suivants, particulièrement intéressants à rappeler aujourd'hui : « Ceci est également vrai actuellement ; je pourrais transposer cette phrase et dire à mon tour : ne pouvez-vous faire cet effort, alors que sir John French et ses armées ajoutent de nouveaux lauriers à l'histoire militaire de votre pays ? Pourquoi ne feriez-vous pas en 1914 ce que vos pères ont fait en 1798 et en 1894 ; qu'étaient leurs ressources, comparées aux vôtres ? Les arguments employés par Pitt, puis par Gladstone, et plus tard par lord Saint-Aldwyn, lorsqu'il était chancelier de l'Echiquier, s'appliquent exactement aujourd'hui.

« Il ne faut pas l'oublier, une grosse augmentation des impôts est rendue inévitable par la guerre. Il y aura à payer les intérêts du « Sinking fund » ; il y aura accroissement de la liste des pensions ; il y aura l'augmentation inévitable des allocations aux mobilisés ; et moins on se procurera d'argent pendant la guerre au moyen d'impôts, plus lourds seront les impôts après la guerre. »

M. Lloyd George estimait que la prudence commandait d'agir comme si la guerre devait durer longtemps, et par-



conséquent, il ne s'agissait pas d'en renvoyer la liquidation après les hostilités, mais de la préparer immédiatement. On peut mesurer dès à présent la profonde différence qui existe entre les conceptions de la France et de l'Allemagne d'une part, celle de l'Angleterre d'autre part.

Dans le même discours, ces idées étaient reprises sous une forme plus énergique : « Il est plus facile de lever des impôts en temps de guerre et de les réduire en temps de paix, que d'établir en temps de paix les impôts même les plus faibles. La guerre est une époque de sacrifices pour les nations... »

Relativement à la France, le chancelier faisait justement remarquer, que si le territoire de l'Angleterre était intact, si son commerce avait peu souffert, si les marchés du monde lui étaient ouverts au moment où elle n'avait plus à craindre la concurrence allemande, la France au contraire était soumise à l'invasion, son commerce arrêté, une partie importante de ses établissements industriels aux mains des Allemands, et que par millions, l'élite de la nation avait été appelée sous les armes. Peut-on affirmer que dans la première phase précédemment exposée de la politique française, le meilleur eût été d'imiter celle de M. Lloyd George ? Dans la suite, au contraire, il est indiscutable que l'on a eu tort de ne pas prévoir et de renvoyer d'office tout effort après la conclusion de la paix.

Puisque nous faisons une comparaison, en l'étendant, à l'Allemagne, on s'aperçoit que c'est là que la plus lourde erreur a été commise ; elle n'a pas prévu, l'orgueil germanique devait certainement l'en empêcher, et M. Hellferich peut aujourd'hui méditer ses paroles quand il disait si légèrement : « Les impôts ? nous y ferons appel quand nous en aurons besoin » au moment où toute sa confiance reposait sur le fonctionnement, remarquable sans doute, des emprunts d'Empire. L'erreur est rendue plus sensible par le

fait que l'on a vu, qui permettait à l'Allemagne, plus qu'à toute autre nation, de faire reposer en partie sur les impôts le poids de la guerre ; on a préféré se moquer de la politique fiscale anglaise, mais cela n'était pas suffisant.

Relativement à l'influence des impôts sur la souscription aux emprunts, M. Lloyd George calmait les inquiétudes lorsqu'il répondait à M. Austen Chamberlain : « J'ai attentivement discuté la question avec ceux qui ont été mes conseillers... eh bien ! à cet égard, je dois dire que, en tous cas, l'avis de l'immense majorité d'entre eux, a été que l'empressement que nous mettions à établir des impôts en vue de payer une partie des charges de la guerre, fortifierait notre crédit, donnerait la conviction que nous ne suivons pas la méthode la plus facile, celle de l'emprunt, mais que nous continuons les meilleures traditions financières de notre pays en nous imposant dès maintenant... Pour des motifs politiques aussi bien que de justice, il n'est pas convenable que les dépenses d'une grande guerre à laquelle l'honneur et l'existence nationale sont liés, soient couvertes par des impôts établis sur une partie, sur une minorité de la population : C'est vraiment un cas dans lequel toutes les classes, toutes les situations, tous les degrés doivent supporter leur part du fardeau. »

La mesure de l'exactitude de la première partie du raisonnement doit être appréciée probablement d'après les pays. L'expérience n'a pas encore sérieusement été faite en France, mais il est vraisemblable, qu'une taxation trop énergique aurait eu des répercussions défavorables sur les souscriptions.

En ce qui concerne les modes d'emprunts dès les premiers mois, le Gouvernement recourut à des émissions à très court terme de Treasury bills, en vertu du vote of crédit du 6 août 1914. Ce procédé temporaire était destiné d'abord à donner le temps nécessaire pour élaborer un programme

financier que nous venons de voir en partie au point de vue particulièrement fiscal. Le même exposé annonçait l'émission du premier War Loan : « Nous avons emprunté liv. st. 91.000.000, au moyen de bons du trésor, liv. st. 1.000.000, émis avant la guerre et liv. st. 90.000.000 après la déclaration de guerre. De cette somme totale liv. st. 38.500.000 viennent à échéance avant la fin de l'année financière, liv. st. 4.500.000 échoient encore en avril et en mai, le solde, soit 7.500.000, vient à échéance en septembre.

« En supposant que les bons du trésor soient renouvelés à échéance, — et ceci sera décidé d'après la situation à la fin de l'année financière —, le Trésor aurait tort de déterminer sur ce point, tant de mois à l'avance. Le montant total des nouveaux emprunts nécessaires pour faire face à nos besoins, jusqu'à la fin de l'année financière est de liv. st. 230.321.000. Il est nécessaire d'emprunter cette somme qui nous mènera à la fin de l'année financière.

« Maintenant se pose la question, très importante, de savoir si nous emprunterons pour aller jusqu'à la fin de l'année financière, ou si nous essaierons de lever une somme qui nous permette d'aller au delà de l'année financière.

« Evidemment, il y a un gros argument, et un seul, en faveur de l'emprunt pour aller jusqu'à la fin de l'année financière, c'est que plus faible sera la somme, plus facilement elle sera obtenue à l'heure actuelle. Mais des raisons puissantes et décisives militent en faveur de la levée d'une somme qui nous mènera au delà.

« L'une d'elles, c'est que les versements partiels doivent être répartis sur 4 ou 5 mois; or il n'est pas désirable d'avoir recours à l'emprunt des bons du Trésor, pendant qu'on sera en train de payer les versements partiels sur le grand emprunt.

« L'autre raison c'est qu'il est désirable de lever une somme

qui permette de poursuivre la guerre, qui alimente tous les services nécessaires à la guerre, non seulement jusqu'à la fin de l'année financière, mais pendant quelques semaines au delà, parce qu'à cette époque, nous serons certainement je crois, en meilleure posture, pour faire une évaluation des chances de la guerre, à supposer qu'elle ne soit pas terminée. Nous serons au milieu de l'été, et de grandes décisions auront été prises.

« Voilà pourquoi nous avons décidé de lever une somme qui nous permette de poursuivre la guerre, sans faire un nouvel appel au public jusqu'au mois de juillet de l'année prochaine. »

Ce qu'il devait y avoir de remarquable dans cette émission, comme se rattachant à la ligne politique du Gouvernement relativement au poids des charges de la guerre, c'est la brièveté de son amortissement, dont la dernière limite était fixée au 1<sup>er</sup> mars 1928.

Le recours à l'émission de billets d'Etat a été très discuté. Les *Currency notes* détournés de leur premier but qui était de servir aux banquiers, pour faire face aux retraits des déposants et à la Banque d'Angleterre pour protéger sa réserve, ont servi en fin de compte à payer les dettes de l'Etat. C'est le plus grave reproche que l'on ait adressé au gouvernement anglais. Il y a lieu déjà de faire la lumière sur ce point. L'Angleterre est le seul pays où le cours forcé n'ait pas été établi : c'est exact légalement et en principe. En réalité, si l'on s'était présenté à la Banque d'Angleterre pour obtenir de l'or, on aurait essuyé un refus, à moins de remplir les trois conditions suivantes : signer un reçu de l'or remis par la Banque, s'engager à ne pas l'exporter, et même à ne pas le faire fondre pour la fabrication de bijoux ou objets d'art, le tout sous peine de sanctions sévères. Le résultat d'un tel régime ne s'éloigne pas beaucoup de celui du cours forcé et personne ne songe à réclamer de l'or en échange de ses

billets. Qu'en ferait-on ? et il a disparu totalement de la circulation.

Si l'on reprend l'examen de la politique financière, au cours des années de guerre suivantes, nous ne trouvons point de modifications sensibles au programme exposé par M. Lloyd George, le 17 novembre 1914. Relativement au budget 1915-1916, il affirmait encore dans son discours du 4 mai 1915, que la vraie source, où devait puiser l'Etat au moyen et de l'impôt et de l'emprunt, c'était le revenu national, qui est plus élevé pendant la guerre qu'en temps de paix, par suite des importantes dépenses du gouvernement. Les ouvriers travaillent davantage et gagnent de plus hauts salaires, l'industrie réalise des bénéfices plus élevés et après avoir demandé le renouvellement de l'income-tax, il exprimait l'avis, si la guerre se prolongeait, qu'il serait nécessaire d'établir de nouvelles contributions et de préparer un nouvel appel à la nation sous forme d'emprunt, en vue de permettre de mener la guerre à bonne fin.

C'est le successeur de M. Lloyd George à l'Echiquier, M. Mac Kenna, qui, le 21 septembre 1915, proposa une augmentation de 40 % au taux de l'incôme-tax, une révision de l'échelle de la super-tax et une taxe de 50 % sur les bénéfices exceptionnels. Il exprimait ainsi la volonté du gouvernement de recourir d'abord à l'impôt et à l'emprunt seulement à concurrence du montant indispensable pour couvrir le déficit ; il expliquait également le résultat bienfaisant de l'impôt, forçant la nation à l'économie au moment où elle n'a pas le droit de gaspiller ses ressources.

« Comme je l'ai déjà expliqué à la Chambre, si la guerre se prolonge, ces propositions ne peuvent être notre dernier mot. Notre plus grande ressource est dans la volonté soutenue qu'a le peuple tout entier de payer sa part. Si la Chambre approuve ce budget, j'ai la conviction que nous aurons fait du chemin vers la solution du problème qui



consiste à nous procurer des ressources immédiates, sans tarir celles sur lesquelles nous devons compter pour nos emprunts futurs. La charge de l'impôt va s'appesantir sur nos épaules ; le poids de la dette va s'augmenter. Si nous voulons porter ce fardeau, nous devons restreindre notre consommation individuelle. Il faut que nous laissions notre capital et notre travail libres de se consacrer dans une mesure aussi large que possible aux seuls services de la guerre. Nous acceptons le fardeau des impôts en partie parce qu'il limite notre pouvoir de consommation, et si considérables que soient les charges que je demande à la Chambre d'approuver, je suis certain de trouver la Chambre prête à remplir sa tâche. »

M. Mac Kenna réalisait, le 4 avril 1916, ses projets en établissant de nouvelles ressources fiscales ; il n'y a pas lieu ici d'entrer dans leur détail, mais dès ce moment, que ce soit dans la suite M. Bonar Law ou M. Chamberlain qui dirigent le Trésor britannique, chaque budget est marqué par l'effort constamment tendu vers une politique d'appel à l'impôt, avec une énergie et une décision impressionnantes.

En ce qui concerne le rôle respectif de l'impôt et de l'emprunt, qu'on nous laisse encore citer, au risque d'abuser des citations (mais nous estimons, que nul ne peut mieux faire ressortir une politique, que son auteur) l'opinion de M. Bonar Law, dans son discours sur le vote of crédit du 12 décembre 1917 :

« Je sais qu'il y a beaucoup de gens qui estiment que nous aurions dû nous adresser beaucoup plus à l'impôt pour couvrir les dépenses de guerre, et beaucoup moins à l'emprunt.

« Je ne suis pas de cet avis. Je suis tout à fait convaincu que la grande majorité des membres de la Chambre et la grande majorité de ceux qui ont tant soit peu réfléchi à la question, comprendront que, pour arriver à se procurer les

immenses sommes nécessaires à cette guerre, et étant donné qu'il faut recourir à l'emprunt, il doit y avoir une certaine limite au montant des impôts mis en regard des emprunts que l'on essaie de recueillir. Je ne prétends pas avoir jusqu'ici trouvé la juste proportion; mais je suis convaincu que si l'on essayait de payer la totalité des dépenses au moyen de l'impôt ou de la conscription du capital, ou par tout autre moyen de ce genre, cette tentative échouerait, et nous ne pourrions nous procurer l'argent nécessaire pour poursuivre la guerre. »

Le 22 avril il disait dans le même sens :

« Je crois que tout homme raisonnable admettra le principe que c'est notre devoir d'établir en ce moment autant d'impôts — de nous faire supporter autant des dépenses courantes de la guerre — que la nation le peut, sans diminuer nos forces pour la continuer. Voilà, je crois, le principe. Il peut y avoir divergence sur la manière de l'appliquer. »

« Pour ma part, j'en suis fermement convaincu, — et j'ai toujours agi d'après cette idée, — nous ne pourrions commettre une erreur plus grande que d'oublier qu'il faut aujourd'hui de l'argent pour la guerre et que nous ne devons pas songer uniquement à ce que sera la situation plus tard; par conséquent, il est absolument essentiel de ne pas mettre tellement d'impôts, que toute industrie et toute institution financière du pays soient paralysées : ceci aurait pour résultat d'empêcher d'obtenir volontairement l'argent qu'il est nécessaire d'emprunter pour continuer la guerre; il pourrait devenir impossible de l'obtenir par des moyens qui n'ébranleraient pas jusqu'à la base les fondements de notre stabilité nationale.

« Il y a une autre considération. Jusqu'ici tout le monde, je le suppose, a été frappé de voir combien toutes les classes de la nation étaient disposées à payer; je crois que rien ne

pourrait produire un plus mauvais effet que d'établir, sur une classe, des impôts qui lui paraîtraient hors de proportion avec les besoins de la situation. C'est pourquoi nous devons être vraiment modérés dans les sommes que nous percevons au moyen de l'impôt.

« Mais, il y a encore autre chose. Même au point de vue de l'emprunt il est nécessaire que le prêteur ait des raisons de croire la valeur bonne ; pour cela, il est indispensable que nous montrions, par les sommes que nous nous procurons par l'impôt, que le pays est en situation de porter le poids de nouveaux emprunts. C'est sur ce principe que j'ai fait reposer ma conduite. »

La méthode anglaise, d'après l'exposé de sir Edward Holden, président du *London city and Midland Bank* le 29 janvier 1919, à l'assemblée générale des actionnaires, a donné les résultats suivants :

La Dette publique anglaise s'élevait à environ liv. st. 650 millions avec un service d'intérêt de liv. st. 19 millions. Au lendemain de l'armistice, l'accroissement des dépenses s'élevait à liv. st. 9.002 millions et en déduisant les dépenses normales du temps de paix on conclut que les dépenses de guerre se sont élevées à liv. st. 8.128 millions. Voici comment s'opère la répartition de cette somme d'après les sources auxquelles on a eu recours pour supporter les dépenses. Dans l'ensemble les recettes ont produit liv. st. 2.298 millions, soit liv. st. 1.426 millions de plus qu'en temps de paix. Le chiffre des dépenses couvertes par l'emprunt correspond à la différence soit liv. st. 6.704 millions dont il y a lieu de déduire les prêts aux alliés et aux Dominions dont le total s'élève à liv. st. 1.638.500.

M. Chamberlain, dans son discours du 1<sup>er</sup> avril 1919 estimait que du 1<sup>er</sup> avril 1914 au 31 mars 1919 la proportion était la suivante : revenus 29.49 %, emprunts 71.51 %.

**Du Mois d'Août 1914 au 31 Mars 1915 (Livres Sterling)**

|                                                |             |                    |             |
|------------------------------------------------|-------------|--------------------|-------------|
| Dépenses.....                                  | 498.359.980 | Impôts.....        | 171.758.744 |
| Augmentation de la balance de l'Echiquier..... | 78.390.564  | Emprunts nets..... | 404.991.800 |
| Total.....                                     | 576.750.544 | Total.....         | 576.750.544 |

**Année financière 1915-1916.**

|                                              |               |                    |               |
|----------------------------------------------|---------------|--------------------|---------------|
| Dépenses.....                                | 1.559.458.377 | Impôts.....        | 336.766.824   |
| Diminution de la balance de l'Echiquier..... | 57.875.946    | Emprunts nets..... | 1.164.515.607 |
| Total.....                                   | 1.501.282.431 | Total.....         | 1.501.282.431 |

**Année financière 1916-1917.**

|                                                |               |                    |               |
|------------------------------------------------|---------------|--------------------|---------------|
| Dépenses.....                                  | 2.498.412.710 | Impôts.....        | 573.427.582   |
| Augmentation de la balance de l'Echiquier..... | 860.853       | Emprunts nets..... | 1.625.545.981 |
| Total.....                                     | 2.498.973.563 | Total.....         | 2.498.973.563 |

**Année financière 1917-1918.**

|                                              |               |                    |               |
|----------------------------------------------|---------------|--------------------|---------------|
| Dépenses.....                                | 2.696.224.405 | Impôts.....        | 707.234.565   |
| Diminution de la balance de l'Echiquier..... | 5.405.829     | Emprunts nets..... | 1.983.581.011 |
| Total.....                                   | 2.690.815.576 | Total.....         | 2.690.815.576 |

**Année financière 1918-1919.**

|                                              |               |                    |               |
|----------------------------------------------|---------------|--------------------|---------------|
| Dépenses.....                                | 2.579.304.188 | Impôts.....        | 889.020.824   |
| Diminution de la balance de l'Echiquier..... | 8.230.525     | Emprunts nets..... | 1.682.049.839 |
| Total.....                                   | 2.571.070.663 | Total.....         | 2.571.070.663 |

**Total général du 1<sup>er</sup> Août 1914 au 31 Mars 1919.**

|                                                |               |                    |               |
|------------------------------------------------|---------------|--------------------|---------------|
| Dépenses.....                                  | 9.531.453.660 | Impôts.....        | 2.678.208.539 |
| Augmentation de la balance de l'Echiquier..... | 7.739.447     | Emprunts nets..... | 6.860.684.238 |
| Total général.....                             | 9.538.892.777 | Total général..... | 9.538.892.777 |

Malgré ces résultats, la politique anglaise devait être soumise à de nombreuses critiques qui se résument en trois points :

1<sup>o</sup> Appel insuffisant à l'impôt ;

2<sup>o</sup> Emission trop considérable de billets d'Etat et emploi exagéré de moyens de Trésorerie ;

3<sup>o</sup> Comme conséquence, inflation et hausse des prix. Cette dernière question sera étudiée avec les résultats généraux chez les belligérants de l'accroissement du crédit et des signes monétaires, le mal ayant été commun à tous.

*L'Economist* notamment a fait campagne au sujet de l'appel insuffisant à l'impôt. Quel est le but poursuivi ? Obliger la nation à restreindre ses dépenses et à faire des économies pour les consacrer au paiement des impôts et à la souscription aux emprunts.

M. Hartley Withers estimait que l'impôt était le moyen le plus sûr pour faire face aux besoins de la guerre. Nous imaginons, disait-il, qu'en nous adressant à l'emprunt nous pouvons faire payer à la postérité sa part du prix d'un bénéfice dont elle jouira. Cette idée est une grande illusion, les dépenses de guerre doivent être supportées quand elles se produisent... il n'y a pas moyen de prélever maintenant un impôt sur la récolte de 1950 et tout ce que la postérité produit elle le consommera et en conservera la jouissance. En légant la charge d'une dette de guerre nous pouvons seulement affecter la distribution de la production de nos descendants.

Cette proposition sera étudiée avec les rapports de l'emprunt avec les générations futures, mais le point où désire arriver surtout M. Hartley Withers, et sur lequel on devrait lui donner raison sans réserves, c'est que, soit avec l'impôt, soit avec l'emprunt le Gouvernement doit être amené à prendre notre argent de telle façon que en qualité



de consommateurs nous soyons forcés de consommer moins et de libérer toute l'énergie de la nation pour les besoins de la guerre, même en Angleterre, affirme-t-il, cette considération si importante, perdue de vue chez les autres belligérants, a été seulement entrevue, le Gouvernement n'a pas eu, d'après lui : « l'énergie de prélever continuellement un péage sur la puissance de consommation, en nous poussant par des appels effectifs, à l'épargne ».

Ce moyen effectif était, sans nul doute, une surcharge générale des impôts.

## **V. — Nouvelle orientation de la politique française en 1916.**

Exposé de M. Ribot le 18 mai 1916. — Essai d'effort fiscal. — Nécessité de recourir à l'emprunt. — La moitié des charges de la Dette n'est pas couverte par des ressources normales. — Politique de M. Klotz en 1917. — Adoption de nouveaux projets fiscaux. — Proportion des ressources ordinaires avec les emprunts.

Nous avons arrêté l'étude de la politique française, après avoir vu les points caractéristiques qui, dans sa première phase, consistaient en l'appel aux moyens de Trésorerie, constitués surtout par les Bons de la Défense nationale et par le recours aux avances de la Banque de France.

Les années suivantes ont été marquées par l'utilisation, comme au début, de l'emprunt à court terme et du papier-monnaie, mais avec adjonction d'emprunts à plus longue échéance et d'emprunts perpétuels; jusqu'à la fin de 1916 aucun effort en vue de l'accroissement des revenus fiscaux n'a été tenté. Le Gouvernement justifiait cette politique dans l'exposé des motifs des douzièmes provisoires applicables au 3<sup>e</sup> trimestre 1916, séance du 18 mai 1916.

« A mesure que la guerre dure, il est indispensable que le pays accepte de faire de plus grands sacrifices. Nous avons

pu jusqu'à présent ne pas vous demander d'augmenter les impôts existants, ni de créer des taxes nouvelles. Cette politique, qu'on nous a parfois reprochée, se justifiait par des raisons solides que nous avons à plusieurs reprises indiquées et sur lesquelles il est inutile de revenir. Mais le temps qui s'écoule, en changeant les termes du problème, nous amène à modifier nos vues. Il arrive un moment où les inconvénients que nous avons signalés doivent être mis en balance avec ceux qui résulteraient d'une attente trop prolongée. Les emprunts que nous sommes obligés de faire pour la Défense nationale entraînent des charges croissantes auxquelles il est sage de pourvoir, même avant la conclusion de la paix, dans la mesure où le permet l'état de la fortune publique et des revenus particuliers. La Commission du budget a insisté sur ce point dans plusieurs de ses rapports avec beaucoup de force et nous ne saurions méconnaître ce qu'il y a de juste dans les considérations qu'elle vous a présentées. Le pays s'est habitué, d'autre part, à la pensée que de nouveaux efforts lui seraient demandés à l'heure où la nécessité apparaîtrait plus évidente. Enfin, la prolongation même de la guerre et l'obligation qu'elle entraîne de faire au pays le sacrifice d'opinions respectables et d'intérêts particuliers doivent rendre plus facile l'entente entre tous les représentants de la nation..... Notre première préoccupation devait être de tenir équitablement la balance entre les impôts qui pèsent sur la fortune et atteignent directement les revenus des contribuables et ceux qui s'étendent à la généralité des habitants, en proportion de leurs besoins aussi bien que de leurs facultés.

« Nous avons évité avec soin de frapper les choses nécessaires à l'existence ou de rendre plus lourdes les taxes qui gênent le développement des transactions. Nous nous sommes efforcés aussi de procéder par le relèvement des taxes existantes plutôt que par la création d'impôts. Les seuls

impôts qui produisent, en temps de guerre, de grandes ressources sont ceux auxquels le pays est habitué et dont la perception ne donne pas lieu à des difficultés et à des mécomptes inséparables de la mise en pratique de toute faculté nouvelle. »

Il était temps encore en 1916 de faire un véritable effort; si pour les derniers mois de 1914 et les premiers mois de 1915 on ne pouvait pas très sérieusement reprocher au Gouvernement d'avoir trop longtemps manqué de conception fiscale, il n'en était pas de même pour la période suivante, lorsque les événements montraient la prolongation inévitable de la guerre; cette prolongation obligeait à prendre des décisions, d'autant plus importantes qu'elles devaient à la fois assurer au Trésor des ressources nouvelles et donner un point d'appui encore plus puissant au crédit de l'Etat. Le Gouvernement s'était obstiné à ne pas vouloir et à ne pas préparer l'impôt. Le 10 décembre 1914, M. Ribot admettait en principe un impôt sur les bénéfices de guerre, mais demandait la prorogation de l'impôt sur le revenu, dans une lettre adressée au président de la commission du budget, où il disait notamment : « Mon intention est de saisir très prochainement la Chambre des députés d'un projet de crédits additionnels pour le service des intérêts de l'emprunt en rentes 5 %; et je ne manquerai pas, à cette occasion, de faire état des ressources à provenir d'un impôt sur les bénéfices extraordinaires réalisés pendant la guerre.

« S'il me paraît possible de soumettre avant la fin des hostilités à l'impôt sur le revenu, des bénéfices qu'il est possible de constater et qu'il est juste de faire contribuer largement aux dépenses que la guerre impose au pays, j'ai le devoir de déclarer que l'administration des contributions directes serait actuellement dans l'impossibilité d'appliquer, dans leur ensemble, les articles de la loi du 15 juillet 1914 qui a établi un impôt général sur le revenu. »

Le 16 décembre 1915 le Ministre des finances déclarait à la Chambre que le Gouvernement n'avait pas voulu apporter jusqu'alors de proposition d'impôts, désirant ménager le pays qui venait durant dix-sept mois de soutenir la guerre. Sous la pression des Chambres le Gouvernement devait céder à regret et accepter l'application à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1916 de l'impôt global sur le revenu : « La commission du budget, à une très grande majorité, nous demande de faire application l'année prochaine de la loi votée en 1914 qui a établi un impôt général sur le revenu, un impôt de superposition qui devait entrer en vigueur cette année même, qui a été ajourné à la demande du Gouvernement. J'ai cru qu'il était de mon devoir de ministre des finances de dire avec une entière sincérité à la Commission les difficultés de cette application et les mécomptes qu'elle peut entraîner. »

Mais les Chambres avaient compris la nécessité d'impôts nouveaux, au moment où le service de l'emprunt 5 % qui venait d'être émis allait exiger une annuité de plus de 760 millions. Elles votèrent alors l'article 5 de la loi du 19 décembre 1915 qui organisa le recouvrement à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1916 de l'impôt général sur le revenu ; quant à l'impôt sur les bénéfices de guerre il devait faire l'objet de la loi du 1<sup>er</sup> juillet 1916.

Ces deux mesures assuraient un rendement, la première de 250 millions, la deuxième de 540 millions. Le 22 décembre 1915, M. Aymond, dans son rapport au Sénat, estimait que les crédits depuis le début des hostilités avaient atteint plus de 38 milliards 1/2. En face de ce total les impôts et les revenus publics depuis le mois d'août 1914 jusqu'au 1<sup>er</sup> avril 1916, tout en étant en léger progrès, ne pouvaient pas donner plus de 6 milliards 1/2 ; le reste devait être fourni par les bons de la Défense nationale, les bons émis à l'étranger, les obligations de la Défense nationale, l'emprunt aux Etats-Unis, les crédits ouverts à Londres, les avances des

Banques de France et d'Algérie, enfin par l'emprunt perpétuel 5 % clos le 15 décembre 1915.

Ainsi se manifestait tout ce que l'on attendait de l'emprunt sous ces divers aspects, et M. Ribot disait aux Chambres le 16 décembre : « Quoique vous décidiez, c'est encore à l'emprunt que nous devons surtout avoir recours et sous toutes les formes. »

A la fin de 1916 cependant, le Gouvernement commençait à se rendre compte de l'insuffisance de l'effort fiscal demandé jusqu'alors au pays, et annonçait son intention de réaliser un équilibre plus satisfaisant entre l'importance des ressources demandées à l'emprunt et à l'impôt, ainsi qu'il résulte de l'exposé des motifs du projet de loi présenté le 12 septembre 1916 :

« Le pays, qui donne tant de preuves de son énergie morale et de sa volonté de vaincre, se rendra compte que la victoire ne s'achète pas seulement par l'héroïsme des combattants, mais aussi par le sacrifice d'une partie de nos habitudes et par un effort sur nous-mêmes pour être maîtres d'obtenir la paix que nous voulons...

« Le pays fournira toutes les ressources que la guerre exigera, à condition qu'il ne soit fait aucune dépense inutile. Il donnera une nouvelle preuve de sa confiance et de sa résolution inébranlable, en prenant part à la souscription du second emprunt 5 % de la Défense Nationale, qui va s'ouvrir dans quelques semaines. Mais l'heure n'est pas encore venue où nous pourrions nous relâcher de notre effort. C'est, au contraire, le moment de montrer notre résolution, en consentant tous les sacrifices nécessaires et en votant, sans plus de retard, les augmentations d'impôts qui doivent être le gage de nos emprunts. Si des divergences d'opinion ont pu se produire en ce qui concerne le mode le plus équitable de demander à l'impôt direct le supplément de ressources qu'il peut et qu'il doit fournir, l'accord se fera



bientôt, nous l'espérons, entre la Commission du Budget et le Gouvernement, grâce à leur commun désir d'entente et grâce aussi à l'empressement patriotique qu'a déjà mis et que mettra encore le Sénat à achever la réforme, depuis longtemps en suspens, de nos contributions directes. Quant aux augmentations de taxes indirectes que nous avons proposées, il ne semble pas qu'elles soulèvent aucune objection de principe. La Chambre tiendra à honneur de montrer que sa prévoyance et son courage sont à la hauteur des circonstances, et elle s'acquerra ainsi de nouveaux titres à la reconnaissance du pays (1). »

Le 9 novembre de la même année, il convenait que non seulement l'augmentation des impôts diminuerait la mesure dans laquelle il était nécessaire de recourir à l'emprunt, mais préparerait l'équilibre budgétaire d'après guerre, en obligeant les contribuables à supprimer leurs dépenses inutiles et à mieux comprendre les devoirs d'économie que la guerre impose.

Le service de la dette publique de guerre, au mois de décembre 1916, atteignait, d'après les calculs de M. Aymond, dans son rapport du 23 décembre 1916, la somme de 2.447 millions de francs, dont le détail est donné au tableau de la page 97.

Si l'on veut déterminer le rapport existant entre ces charges et les ressources prévues par le Gouvernement, on trouve au 11 décembre 1916 un accroissement de recettes prévues de 13.170.000.000 de francs, correspondant aux nouvelles mesures fiscales ou aux élévations de taxes en 1915 et 1916. Ce qui fait qu'à cette date, la moitié de l'accroissement du service de la dette n'était pas couverte par des revenus normaux ; et encore doit-on remarquer que là plupart des nouvelles ressources fiscales qui entrent dans le chiffre

---

(1) D. P. 11<sup>e</sup> Législature, 1916, n° 2.449, pp. 17 et 18.

SERVICE DE LA DETTE PUBLIQUE

| NATURE DES DETTES                                                                                                                       |        | CHARGE<br>ANNUELLE<br>(En milliers<br>de Francs) |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|--------------------------------------------------|
| Emprunt 5 % 1916.....                                                                                                                   |        | 575.400                                          |
| » 5 % 1915.....                                                                                                                         |        | 760.248                                          |
| Bons de la Défense Nationale.....                                                                                                       |        | 539.250                                          |
| Obligations de la Défense Nationale.....                                                                                                |        | 21.500                                           |
| Emprunt Franco-Anglais à New-York.....                                                                                                  |        | 73.265                                           |
| Bons à l'Etranger.....                                                                                                                  |        | 426.420                                          |
| Avances de la Banque de France.....                                                                                                     |        | 86.000                                           |
| « « d'Algérie.....                                                                                                                      |        | 1.200                                            |
| Crédits à l'Etranger.....                                                                                                               |        | 51.305                                           |
| Bonification pour prêt de titres neutres.....                                                                                           |        | 16.500                                           |
| Total.....                                                                                                                              |        | 2.551.088                                        |
| A déduire de ce total :                                                                                                                 |        |                                                  |
| Rentes remises en couverture de l'emprunt 5 %<br>1915.....                                                                              | 65.000 |                                                  |
| Rentes 3 1/2 % versées en souscriptions aux<br>Obligations de la Défense Nationale.....                                                 | 29.804 |                                                  |
| Obligations à court terme de diverses natures<br>venues à échéance en 1915 et 1916 et rem-<br>boursées.....                             | 9.103  |                                                  |
| Total.....                                                                                                                              |        | 103.907                                          |
| La Charge annuelle totale, résultant de l'accroissement<br>des Emprunts de toute nature, était depuis le début de<br>la guerre de ..... |        | 2.447.181                                        |

ci-dessus, ont été votées le 30 décembre 1916 et, par consé-  
quent, inapplicables cette année. Les emprunts avaient déjà  
distancé les impôts considérablement, et l'effort tardif n'était  
plus suffisant.

C'est ce qui faisait dire à M. Luigi Luzzatti, après avoir  
cité l'exemple de l'Angleterre, suivi par l'Italie qui venait de  
décréter 400 millions de nouvelles ressources fiscales : « Je  
n'ai pas le droit de donner des conseils à la France... Je vou-  
drais voir rétablir aussi en France l'équilibre entre les émis-  
sions de billets de banque surabondants, les impôts non

suffisants et les emprunts consolidés si glorieusement réussis (1).

Les exercices 1917 en particulier et 1918, bien qu'à un moindre degré, furent marqués par un effort pour équilibrer les emprunts et les impôts. En 1917, M. Klotz tentait de rétablir l'ordre des finances en coordonnant les divers éléments de la situation, d'abord par le classement des dépenses, d'après leur nature, avec en regard les recettes qui devaient y faire face.

Un premier élément est constitué par les dépenses exceptionnelles commandées par les nécessités militaires et économiques et auxquelles il doit être pourvu par l'emprunt.

Un deuxième élément, est constitué par les dépenses offrant un caractère de stabilité, les charges de la Dette en regard desquelles on doit prévoir des ressources normales.

« Ainsi pensons-nous diviser d'une manière rationnelle la masse de nos opérations, les classer dans des catégories homogènes et établir entre celles-ci un lien qui les enchaîne méthodiquement les unes aux autres et les range sous une loi commune d'équilibre; des comptes spéciaux dont le découvert sera, le cas échéant, comblé sans retard par des dotations budgétaires; — un budget extraordinaire alimenté par des emprunts dont le service sera entièrement assuré par des recettes annuelles; — un budget ordinaire, centre et point d'appui de tout le système, pour lequel seront créées, successivement et par étapes, des recettes, non plus destinées à atténuer, dans une mesure plus ou moins large, un déficit inévitable et prolongé, mais calculées en vue d'ajuster d'une manière précise avec ses charges permanentes les revenus de l'Etat...

« Nous ne songeons pas à vous dissimuler ce que l'adop-

---

(1) L. LUZZATTI, *La Chambre de Compensation internationale pour modérer le cours du change*, cité par JÈZE, *op. cit.*, 1918, p. 57.

tion de cette politique d'absolue sincérité implique de résolution courageuse : Son succès est au prix d'une véritable discipline nationale qui comporte, de la part des Pouvoirs publics, un ménagement scrupuleux des deniers de l'Etat et un effort fiscal dont la continuité et l'étendue seront fixées par les nécessités croissantes du budget. Le pays a donné souvent la preuve qu'il est prêt à accepter, avec patriotisme, les sacrifices qui lui seront demandés et dont, avec sa claire vue des intérêts nationaux, il comprendra les raisons. De cette restauration de la notion vitale d'équilibre, le crédit de la France tirera d'ailleurs une consécration nouvelle : par là se trouveront immédiatement facilitées nos opérations d'emprunt, tandis que l'établissement du cadre budgétaire, où devront peu à peu revenir se grouper toutes les dépenses de l'Etat préparera la reconstitution ultérieure de ses finances.»

M. Klotz résumait ensuite la politique que se traçait le Gouvernement dans le but de réaliser ce programme :

Emission de rentes perpétuelles pour consolider la dette, adhésion au contrat renouvelant pour 25 ans le privilège de la Banque de France, afin d'assurer sa stabilité et soutenir la circulation fiduciaire, adoption de nouveaux projets fiscaux.

L'exercice 1917 prévoyait 1.069 millions de recettes dues à des mesures nouvelles ; l'intégralité de ces ressources devait être perçue seulement au cours de 1918, puisque les unes étaient votées en juillet, les autres en décembre seulement. En fait l'année 1917 présenta, en ce qui concerne les ressources budgétaires ordinaires, une augmentation de 1.170 millions 462 sur l'année 1916 due aux mesures fiscales prises fin 1916. Durant l'année 1918, 693 millions 350 de ressources nouvelles étaient élaborées et le résultat de cet exercice présenta un excédent de recettes ordinaires de 194 millions 751 sur 1917.

Telle fut, à grand trait, la politique du Gouvernement

français depuis le début de la guerre jusqu'à l'armistice, principalement d'après les déclarations des ministres des finances eux-mêmes. Ce que nous avons voulu ce n'est point en faire un exposé général et critique, qui a déjà été fait par d'autres auteurs d'une manière tout à fait complète (1). Ce que nous avons désiré et que nous souhaitons avoir montré, ce sont les lignes de cette politique relativement aux recours aux différents modes de crédit, dans leur rapport avec les ressources normales du budget.

Afin de bien marquer la place prépondérante occupée par les emprunts en France, selon leur nature et vis-à-vis des autres recettes nous donnons, d'une part, le tableau des crédits budgétaires et des dépenses auxquelles ils font face, d'autre part, le tableau des principales ressources réalisées du 1<sup>er</sup> août 1914 au 30 avril 1919 (Extraits du rapport de M. Marin, député, D. P. 44<sup>me</sup> législature 20 mai 1919, n° 6.158). Voir p. 101, 102, 103.

**Critique de la méthode française. — Raisons économiques la justifiant. — Exposés du Gouverneur de la Banque de France. Exposé de M. Raoul Péret.**

Le Gouvernement a-t-il été bien ou mal conseillé, a-t-il agi sous l'impulsion d'un parti politique, d'après une fausse conception d'une théorie ou d'une école? Peu importe, ce qu'il y a lieu d'examiner, c'est la question de savoir si la situation économique justifiait son attitude, pendant la guerre, et notamment pendant les années où les dépenses furent uniquement couvertes par l'emprunt.

Si l'on considère les documents officiels, on retrouve partout l'idée optimiste dominante de la reprise de la vie économique du pays, du relèvement du commerce et de l'in-

---

(1) Cf. JÈZE, *La Politique financière du Gouvernement pendant les années 1915-1916*, Giard et Brière, 1918.



TABLEAU DES CRÉDITS BUDGÉTAIRES  
DEPUIS LE 1<sup>er</sup> AOUT 1914 JUSQU'AU 31 DÉCEMBRE 1919

| NATURE DES DÉPENSES                                                                         | Exercice 1914<br>cinq<br>derniers mois | Exercice 1915  | Exercice 1916  | Exercice 1917  | Exercice 1918  | Exercice 1919  | TOTAUX          |
|---------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
|                                                                                             | fr.                                    | fr.            | fr.            | fr.            | fr.            | fr.            | fr.             |
| I. Dépenses Militaires et<br>Dépenses exceptionnelles<br>des Services Civils.....           | 7.300.432.449                          | 18.455.406.750 | 27.240.404.259 | 34.065.809.126 | 45.074.033.261 | 52.421.502.199 | 164.558.088.014 |
| II. Dépenses de la Dette....                                                                | 604.037.188                            | 1.899.393.673  | 3.333.015.879  | 4.863.686.400  | 6.729.030.164  | 7.986.808.071  | 25.415.971.375  |
| III. Dépenses ordinaires des<br>Services Civils.....                                        | 993.614.294                            | 2.449.686.102  | 2.371.725.031  | 2.750.104.103  | 3.389.374.635  | 3.772.146.174  | 15.726.550.339  |
| Total des dépenses de la<br>Dette et des dépenses<br>ordinaires des Services<br>Civils..... | 1.597.651.482                          | 4.349.079.775  | 5.704.740.910  | 7.613.790.503  | 10.118.304.799 | 11.758.954.245 | 41.142.521.714  |
| Totaux généraux....                                                                         | 8.898.583.901                          | 22.804.486.525 | 32.945.145.169 | 41.679.599.629 | 55.192.338.060 | 64.180.456.444 | 205.700.609.728 |

TABLEAU DES PRINCIPALES RESSOURCES RÉALISÉES DU 1<sup>er</sup> AOUT 1914 AU 30 AVRIL 1919 (en milliers de francs);

|                                             | AOUT-DÉC.<br>1914 | 1915      | 1916      | 1917       | 1918      | JANV.-AVRIL<br>1919 | TOTAUX     |
|---------------------------------------------|-------------------|-----------|-----------|------------|-----------|---------------------|------------|
| <b>I. — DETTE FLOTTANTE</b>                 |                   |           |           |            |           |                     |            |
| Bons du Trésor ordinaire.....               | — 285.172         | — 105.937 | 772       | — 14.188   | 554.924   | 429.931             | 580.330    |
| Bons de la Défense Nationale.....           | 1.288.334         | 4.974.584 | 6.311.458 | 6.946.624  | 2.813.981 | 7.454.134           | 29.789.115 |
| Bons à l'étranger.....                      | 102.240           | 336.416   | — 186.156 | 115.360    | — 42.558  | »                   | 325.002    |
| Fonds particuliers.....                     | 19.033            | 93.440    | 31.547    | 32.252     | 218.304   | 3.030               | 261.769    |
| Dépôts de particuliers.....                 | »                 | »         | »         | »          | 937.161   | 58.755              | 277.059    |
| Crédits en Banque à l'étranger.....         | »                 | »         | 85.950    | 134.138    | »         | — 85.422            | 1.071.827  |
|                                             | 1.124.435         | 5.298.203 | 6.243.571 | 7.214.186  | 4.564.279 | 7.860.428           | 32.305.102 |
| <b>II. — DETTE A TERME</b>                  |                   |           |           |            |           |                     |            |
| Obligations sexennaires.....                | — 50              | — 247.900 | — 94.050  | »          | »         | »                   | — 342.000  |
| » D. N. à dix ans.....                      | »                 | 632.345   | — 205.582 | — 70.047   | » 7.680   | »                   | 364.396    |
| » » à cinq ans.....                         | »                 | »         | »         | 164.276    | 4.924     | »                   | 166.200    |
| Bons remis à la Trésorerie britannique..... | »                 | 736.386   | 2.628.352 | 4.542.529  | 2.691.948 | 890.266             | 11.484.431 |
| Emprunt anglo-Français.....                 | »                 | »         | 1.462.760 | 353.080    | — 176.540 | »                   | 1.639.300  |
| Avance du Consortium.....                   | »                 | 400.103   | 843.097   | »          | »         | »                   | 4.243.200  |
| Emprunt de la Ville de Paris.....           | »                 | »         | 518.000   | »          | »         | »                   | 518.000    |
| » de Lyon, Bordeaux, Marseille.....         | »                 | »         | 248.640   | »          | »         | »                   | 248.640    |
| d'Avril 1917.....                           | »                 | »         | 179.020   | »          | »         | »                   | 179.020    |
| Avances de la Trésorerie Américaine.....    | »                 | »         | »         | 497.927    | »         | — 497.927           | »          |
| Crédit industriel.....                      | »                 | »         | »         | 5.853.400  | 4.636.100 | 2.230.000           | 12.719.500 |
| Emprunts au Japon.....                      | »                 | »         | »         | 129.000    | 126.420   | »                   | 255.420    |
|                                             | — 50              | 1.510.884 | 5.580.237 | 238.927    | — 238.927 | »                   | »          |
|                                             |                   |           |           | 11.709.092 | 7.053.605 | 2.622.339           | 28.476.107 |

### III. — DETTE CONSOLIDÉE

|                     |            |           |           |   |         |            |
|---------------------|------------|-----------|-----------|---|---------|------------|
| Rente 5 % 1915..... | 10.967.000 | 973.904   | »         | » | »       | 11.940.904 |
| — 5 % 1916.....     | »          | 9.745.932 | 336.521   | » | »       | 10.082.453 |
| — 4 % 1917.....     | »          | »         | 7.333.000 | » | »       | 10.171.202 |
| — 4 % 1918.....     | »          | »         | »         | » | 997.781 | 21.743.884 |

### IV. — AVANCES

|                       |            |            |           |            |           |            |
|-----------------------|------------|------------|-----------|------------|-----------|------------|
| Banque de France..... | 10.967.000 | 10.619.836 | 7.669.521 | 23.584.305 | 997.781   | 53.938.443 |
| Banque d'Algérie..... | 3.900.000  | 2.500.000  | 5.000.000 | 4.650.000  | 5.250.000 | 22.400.000 |
| »                     | »          | 75.000     | 60.000    | 430.000    | 80.000    | 295.000    |
| 3.900.000             | 1.175.000  | 2.450.000  | 5.060.000 | 4.780.000  | 5.330.000 | 22.695.000 |

### TOTAUX des Ressources exceptionnelles...

### V. — REVENUS BUDGÉTAIRES

|                                                |         |         |           |           |         |           |
|------------------------------------------------|---------|---------|-----------|-----------|---------|-----------|
| Contributions directes.....                    | 241.907 | 500.353 | 830.593   | 814.493   | 146.577 | 3.049.022 |
| Taxe sur le revenu des valeurs mobilières..... | 43.694  | 157.782 | 242.424   | 252.845   | 143.322 | 931.499   |
| Enregistrement. — Timbre.....                  | 156.837 | 611.074 | 894.671   | 1.142.250 | 577.866 | 4.067.295 |
| Taxe sur les paiements.....                    | »       | »       | »         | 210.001   | 477.940 | 387.944   |
| Contributions indirectes.....                  | 233.319 | 713.913 | 970.256   | 962.854   | 445.410 | 4.003.167 |
| Monopoles et Exploitations.....                | 351.024 | 837.570 | 4.108.270 | 1.153.393 | 433.147 | 4.826.044 |
| Douanes.....                                   | 146.007 | 764.144 | 1.511.208 | 1.185.386 | 463.287 | 5.469.453 |
| Domaines.....                                  | 33.785  | 93.052  | 89.037    | 112.466   | 419.964 | 592.918   |
| Recettes d'ordre et produits divers.....       | 28.252  | 92.629  | 164.814   | 172.636   | 96.467  | 720.088   |

### TOTAUX des Revenus budgétaires.....

### TOTAUX généraux des Ressources.....

|           |            |            |            |            |            |             |
|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| 1.234.822 | 3.770.517  | 4.640.811  | 5.811.273  | 6.006.024  | 2.573.980  | 24.037.427  |
| 6.259.207 | 22.721.604 | 29.634.455 | 37.464.072 | 45.988.213 | 19.384.528 | 161.452.079 |

dustrie, après la crise résultant de la déclaration de guerre. M. Raoul Péret, dans son rapport du 8 juin 1916 (D. P., 11<sup>e</sup> législature, n° 2.194) constatait l'effort réalisé par le pays pour la reprise des transactions, soit à l'intérieur, soit à l'étranger. Les statistiques du commerce extérieur étaient satisfaisantes et le mouvement du commerce intérieur, en corrélation avec le mouvement des chemins de fer français, fourni par le Ministère des Travaux Publics, accusait une augmentation sensible dans les mois de janvier, février, mars 1916, par rapport aux mois correspondants de 1915. Relativement au commerce extérieur, d'après les statistiques du ministère des finances, il résultait pour le premier trimestre 1916, par rapport à la même période de 1915, une augmentation aux importations de 559 millions, contre une augmentation aux exportations de 144 millions; évidemment ces résultats étaient dus, avant tout, aux importations effectuées par l'Etat pour les besoins de la défense nationale. Cependant, d'après M. R. Péret, la reprise de l'industrie avait une certaine part dans l'augmentation des 305 millions qu'accusaient les entrées de matières premières, dont on trouve la preuve dans la diminution des importations des produits manufacturés. En ce qui concerne les exportations, qui portaient presque exclusivement sur des objets fabriqués, un accroissement démontrait une reprise de l'activité industrielle. En fait, l'exportation française dans les trois premiers mois de 1916 était d'environ la moitié de la normale (796 millions au lieu de 1.639, en 1913).

Le mouvement de la navigation durant la même période était satisfaisant et bien qu'il n'atteignît point l'ampleur habituelle, il accusait des augmentations qui paraissaient en rapport avec la reprise des affaires, réserve faite d'ailleurs du trafic auquel donnaient lieu les besoins de la guerre. Les documents douaniers indiquent une entrée pour le premier trimestre de 7.230 navires jaugeant 5.825.000 tonneaux, au

lieu de 5.466 navires jaugeant 5.205.000 tonneaux, soit une augmentation d'entrées de 1.764 navires et de 619.000 tonneaux de jauge.

À la sortie des navires français et étrangers, l'augmentation est cependant beaucoup moins importante, sur un trafic lui-même beaucoup plus réduit, on compte en effet à la sortie 2.410 navires jaugeant 2.125.000 tonneaux au lieu de 2.325 jaugeant 2.240.000 tonneaux, soit une augmentation de 85 navires, mais avec une diminution de 114.000 tonneaux portant sur les navires français.

Les rapports du gouverneur de la Banque de France, aux assemblées générales des actionnaires, montrent la même note optimiste jusqu'en 1917.

Le 27 janvier 1916, il s'exprimait en ces termes :

« L'année qui vient de s'écouler a été marquée par la reprise d'une activité progressive dans les diverses manifestations de notre vie financière et économique. La circulation des capitaux, paralysée par la déclaration de guerre, s'est rétablie peu à peu, à la suite de l'heureuse décision prise par les Etablissements de crédit et la plupart des Banques de renoncer au moratorium des dépôts et comptes courants. La Bourse poursuit graduellement la liquidation des engagements à terme antérieur au 31 juillet 1914; les transactions au comptant s'y traitent dans des conditions satisfaisantes.

« Notre agriculture, surprise par une brusque agression en plein labeur pacifique, a su, dès le début de la guerre et malgré des difficultés sans nombre, s'organiser pour préserver un des éléments essentiels de la richesse nationale. Grâce à l'aide mutuelle que se sont prêtée les populations rurales dans un admirable mouvement de solidarité, les travaux des champs ont été exécutés partout jusque aux abords de la ligne de feu. Aussi la récolte des céréales, en 1915, n'a-t-elle été que peu inférieure à la moyenne. Néan-



moins l'absence du contingent habituellement fourni par nos départements du Nord et de l'Est, notamment en ce qui concerne le blé et le sucre, nous oblige à recourir à l'étranger pour une part importante de notre approvisionnement.

« L'Industrie et le Commerce ont également bénéficié d'un renouveau d'activité : maints indices permettent d'en constater les progrès. C'est ainsi que les recettes des Chemins de fer accusent pour les réseaux dont l'exploitation se poursuit en dehors de la zone des armées, une augmentation du trafic commercial, lequel se rapproche graduellement des chiffres antérieurs à la guerre. Les enquêtes périodiques du Ministère du Travail font apparaître une réduction très marquée du nombre des usines et maisons de commerce qui n'ont pas repris leur exploitation.

« En même temps que se rouvraient les usines fermées au début des hostilités, il s'en est fondé de nouvelles, dues, pour la plupart, à l'initiative d'industriels des régions envahies, que la prolongation de la guerre incite à créer des installations temporaires ou définitives sur d'autres points du territoire. Sans doute le mouvement productif se concentre principalement sur la fabrication du matériel de guerre et des munitions dont l'abondance est une des conditions de la victoire, mais on constate également d'heureux efforts pour augmenter, autant que le permettent les difficultés de main-d'œuvre et de transport, la production d'autres industries.

« Aussi bien, une partie de l'activité déployée dans les industries de guerre contribue-t-elle, par le développement et le perfectionnement de l'outillage, à préparer l'essor économique qui suivra la conclusion de la paix. C'est ainsi, notamment, que la métallurgie accroît le nombre de ses hauts fourneaux, que de nouvelles installations hydrauliques assurent une plus complète utilisation de la houille

blanche et que l'industrie des produits chimiques se met en mesure de lutter contre la concurrence allemande.

« L'amélioration de la situation économique générale et l'acheminement vers un régime plus normal des transactions commerciales sont attestés par la diminution de notre portefeuille d'effets prorogés et par la reprise progressive des escomptes.

« Les remboursements opérés, tant par les débiteurs principaux que par nos cédants, ont réduit notre portefeuille d'effets moratoriés, dans le courant de l'année 1915, de 3 milliards 478 millions à 1 milliard 838 millions. Nos escomptes nouveaux ne se sont pas ressentis, dans la même proportion, de l'activité plus grande des affaires; celles-ci continuent de se régler, en majeure partie, par des paiements au comptant que favorise, d'ailleurs, l'abondance des disponibilités créées par les dépenses de l'Etat. Cependant les présentations marquent une progression appréciable, notre portefeuille d'effets régulièrement payables à l'échéance, après être descendu aux environs de 200 millions, se rapproche aujourd'hui de 400 millions. C'est un indice de la reprise du crédit commercial que nous nous appliquons à développer.

« Cette reprise du crédit commence à se manifester aussi dans le domaine du commerce international. Nous avons enregistré l'abandon, par certaines maisons américaines d'exportation, de la pratique du paiement préalable et le retour aux tirages sur la France. Il y a là une amélioration qui profitera à l'ensemble de la situation financière du Pays, en allégeant les conditions de nos règlements aux Etats-Unis. »

Le rapport du 25 janvier 1917 continue l'examen de la situation en 1916.

« En dépit du trouble profond porté dans les conditions de notre économie générale, nous sommes heureux de pouvoir, cette année, comme l'année dernière, enregistrer des

indices rassurants et constater une amélioration progressive qui nous permet de regarder en face, pour la mener jusqu'au bout, l'œuvre des restaurations nécessaires.

« Dans la plupart des productions se manifeste une activité intense.

« Par un redoublement de labeur, par la mise en commun de leurs efforts et, dans certains cas, par l'emploi des procédés perfectionnés de culture, nos vaillantes populations rurales ont réussi, malgré la pénurie de main-d'œuvre, à éviter un nouveau fléchissement de nos rendements agricoles. Si, pour 1916, la récolte du blé est légèrement inférieure à celle de 1915, déjà réduite par l'absence du contingent des régions envahies, de notables progrès sont constatés en ce qui concerne les autres céréales. La production du vin a presque doublé et se rapproche sensiblement de la normale.

Dans l'industrie minière, la demande croissante de charbon et d'acier a conduit non seulement à intensifier l'exploitation des mines existantes, mais encore à rechercher les moyens de mettre en valeur de nouveaux gisements, notamment dans les régions de l'Ouest, si riches en minerai de fer.

« En Savoie, en Dauphiné, dans les Pyrénées et le Plateau Central, de nombreuses usines s'édifient en vue de l'utilisation de la force hydraulique dans la métallurgie et la fabrication des produits chimiques. L'exécution des commandes de l'armée fournit à ces deux catégories d'entreprises l'occasion d'une exploitation rémunératrice; elle entraîne en même temps un développement considérable de leur capacité de production, qui trouvera son emploi dans la période de renaissance économique.

Cet ensemble de progrès se manifeste dans l'accroissement continu des recettes commerciales brutes des réseaux de chemins de fer et dans la reprise des transactions basées sur le crédit.

« C'est ainsi que le droit de timbre sur les effets de com-

merce a produit, durant l'année 1916, une somme supérieure d'environ 80 % au rendement du même impôt pendant l'année 1915.

« L'impression qui se dégage de ces chiffres est confirmée par le développement des présentations à l'escompte. Notre portefeuille d'effets non échus qui, à la fin de 1915, s'élevait à 394 millions, atteignait, à la fin de l'année 1916, 594 millions; d'une année à l'autre, sa moyenne a passé de 264 à 447 millions.

« L'accroissement des opérations régulières d'escompte s'est accompagné d'une nouvelle diminution de près d'un demi-milliard du portefeuille d'effets moratoriés. C'est là un indice de plus du rétablissement graduel de la circulation des capitaux.

« Le marché financier a participé également à cette amélioration. Bien que la Bourse soit encore fermée aux opérations à terme, les cours de la plupart des valeurs bénéficient d'une reprise qui a permis de poursuivre, dans de bonnes conditions, la liquidation des engagements antérieurs à la guerre.

« Enfin, dans le domaine du commerce international, on constate un relèvement notable de nos exportations. Sans tenir compte des majorations de valeur afférentes à l'année 1916, la statistique commerciale fait ressortir une augmentation de plus de 22 % par rapport à l'année 1915. Il est intéressant de signaler que l'accroissement porte principalement sur les exportations d'objets fabriqués, qui ont progressé de 40 %.

« Mais en regard d'une exportation dont la valeur pour l'année ne sera pas éloignée de 6 milliards—d'après le chiffre corrigé de l'Administration des Douanes — se place une importation de 19 à 20 milliards, c'est-à-dire sensiblement plus du double de celle de l'an dernier. Cette augmentation, il est vrai, est due pour partie à la hausse générale surve-

nue, au cours de l'année 1916, dans la plupart des marchandises. Elle n'en constitue pas moins une aggravation de notre balance économique, dont nous n'avons pu atténuer les effets qu'au prix de nombreuses difficultés. »

L'année 1917 présente une aggravation de la situation économique par rapport aux années précédentes ; elle ressort, pour recourir toujours à la même source, du rapport du 31 janvier 1918 du Gouverneur de la Banque de France.

« L'agriculture a continué de souffrir de la pénurie d'engrais et de l'insuffisance de main-d'œuvre. Malgré les efforts de la population rurale restée au foyer, les emblavures ont dû être notablement réduites à l'automne de 1916, de telle sorte que la récolte 1917, compromise au surplus par les intempéries, s'est établie très au-dessous du rendement des années précédentes.

« L'avenir se présente, semble-t-il, avec des perspectives plus encourageantes. Les mesures prises par le Gouvernement en vue d'accroître les effectifs de la main-d'œuvre agricole, d'une part ; d'autre part, l'élévation du prix du blé, en rendant rémunératrice la culture des terres récemment délaissées, ont stimulé les ensemencements, qui paraissent devoir être en augmentation sensible sur ceux de la dernière campagne.

« Au point de vue industriel et commercial, on peut enregistrer une amélioration satisfaisante. L'enquête du Ministère du Travail, du mois de juillet dernier, a permis de constater que la proportion des usines et des maisons de commerce faisant l'objet de recensements périodiques, dont l'exploitation n'est pas encore rétablie, est seulement de 23 % ; elle était de 55 % au mois d'août 1914. L'ensemble des établissements en activité occupe un nombre total d'ouvriers légèrement supérieur à l'effectif du temps de paix, malgré les vides causés par la mobilisation.

« Plus particulièrement dans l'industrie, l'augmentation de



la demande des produits, tant pour les besoins de la défense nationale que pour ceux de la consommation privée, a provoqué une activité plus grande de la plupart des branches de production. D'une manière générale, les entreprises de transformation ont fait de sérieux progrès. Le perfectionnement de leur outillage mécanique leur a permis d'atténuer, dans une large mesure, la crise de la main-d'œuvre ; elles sont encore arrêtées par la difficulté de se procurer, dans certains cas, des matières premières d'importation.

« Un indice de ce développement de l'activité industrielle est fourni par l'accroissement continu des besoins de charbon.

« Les exploitations minières ont poussé leurs travaux avec une nouvelle vigueur. La production houillère a fortement augmenté en 1917. Elle reste encore, au total, inférieure à ce qu'elle était avant la guerre, l'invasion nous ayant privés du bassin du Nord et de la partie la plus riche du Pas-de-Calais ; mais, dans les mines où l'extraction demeure possible, le rendement dépasse d'environ 40 % le chiffre de 1913.

« Ce remarquable accroissement a compensé, dans une certaine mesure, la diminution des importations de houille anglaise ; il laisse, néanmoins, notre approvisionnement en combustible inférieur aux besoins.

« Pour remédier à cette insuffisance et, en même temps, pour assurer une plus grande indépendance à notre industrie nationale, on a également intensifié les recherches et les travaux en vue de l'utilisation des forces hydrauliques. Dans les Alpes, dans les Pyrénées, dans le Massif central, de nouvelles installations sont en cours et y ont déjà attiré d'importantes usines métallurgiques et de produits chimiques.

« Le développement de la production industrielle a eu pour effet d'accroître sensiblement le volume des transactions

commerciales. Celles-ci continuent de se régler, en grande partie, au comptant ; toutefois, la tendance à la reprise graduelle des opérations de crédit, que nous signalions les années précédentes, s'est encore accentuée. En 1917, le produit du timbre des effets de commerce est supérieur de 37 % à celui de 1916. On relève, d'autre part, une notable progression des escomptes ; tandis que le montant de notre portefeuille d'effets prorogés a été ramené à 1.140 millions.

« La situation d'ensemble du marché des changes, l'importance des besoins qui s'y manifestent, montrent que le déficit de notre balance internationale des paiements a été plus élevé cette année qu'il ne l'était en 1916. Malgré les restrictions imposées à l'entrée des marchandises qui ne répondent pas à un besoin absolu, malgré les difficultés de tonnage, le chiffre de nos importations a considérablement augmenté, tandis que celui de nos exportations a dû rester sensiblement stationnaire. »

De tels indices permettaient-ils une politique financière autre que celle qui a été suivie, politique basée presque uniquement sur l'emprunt ?

En sa faveur on a pu indiquer que cette prospérité n'était qu'une apparence ; l'activité dont faisait preuve la France était réelle mais masquait à peine les difficultés de chaque jour. Cette prospérité ne venait elle-même que des sacrifices consentis par le pays pour soutenir les hostilités, l'effet de la destruction des capitaux était reculé justement par les méthodes financières qui repoussaient momentanément la date à laquelle son fardeau devait retomber sur la nation. Le Gouvernement, ainsi qu'il ressort de certaines déclarations de M. Ribot, s'était rendu compte de la véritable situation et désirait ménager le pays, au moment où tous les nerfs de l'organisme national étaient tendus vers l'accomplissement de la tâche patriotique. A-t-il eu raison de laisser subsister cette apparence, de reculer

une échéance qui devait être d'autant plus douloureuse qu'elle avait été plus longtemps différée, de ne pas imposer au peuple l'économie. Quelles ont été les compensations dont on a bénéficié en retour ?

La hausse des salaires et des revenus n'a pas été accompagnée d'un esprit d'économie correspondant. Un souffle de jouissance fébrile a passé sur tout le pays. A tous les degrés de l'échelle sociale des gens se sont enrichis des malheurs de leur Patrie. Une sorte de fermentation des appétits mal contenus et l'esprit de spéculation s'étaient déchaînés, encouragés par une politique financière insuffisamment énergique,

Sans aucun doute, il n'y avait pas relèvement économique véritable, le pays s'appauvissait nécessairement au fur et à mesure que la guerre se poursuivait : destruction formidable des richesses de la France ; dettes contractées à l'étranger ; épuisement du capital national, telle était malheureusement la réalité.

Doit-on cependant, quelles que soient les circonstances dans lesquelles on se trouve, préférer un stimulant artificiel à l'esprit d'économie et de travail ?

L'exagération des emprunts, tandis que les profits étaient plus faciles, a permis à certains citoyens momentanément de vivre plus largement que pendant la paix ; plus tard elle a contribué à aggraver les difficultés économiques auxquelles on se heurte aujourd'hui. Il y a lieu de citer ici des paroles véritablement prophétiques prononcées par M. Lloyd George, le 12 mai 1915, à la Chambre des Communes : « Nous vivons actuellement de l'argent emprunté exactement comme l'individu qui hypothèque son patrimoine, et qui, au lieu de vivre sur ses revenus, vit sur l'argent qu'il a emprunté en hypothéquant ses biens. Cela ne peut pas durer... Nous vivons sur l'argent obtenu par hypothèque. Nous aurons à le payer. Lorsque la guerre sera ter-

minée il y aura une courte période de prospérité artificielle pour réparer les ravages qu'elle a causés, mais il se produira alors une grande crise et, si la nation est sage elle portera ses regards en avant, elle profitera de cette occasion, elle se préparera pour le jour qui doit venir, de façon que nous puissions l'affronter, sans les embarras, les misères et les souffrances qui ont toujours suivi une grande guerre. » (1).

On peut méditer ces paroles et tirer la valeur de leur enseignement ; pour ne point l'avoir fait plus tôt, voici menaçants les maux dont le chancelier anglais avertissait si nettement le peuple.

L'Emprunt en France était sans doute inévitable, comme partout ailleurs, c'est seulement sa mesure qui était discutable. La France a été durement éprouvée et plus que toute autre a supporté le poids de la guerre. On ne peut établir une comparaison entre les pays qui l'ont menée avec l'intégralité de leurs moyens d'action, avec toutes les ressources d'un territoire national inviolé, et celui qui tout en portant sa part du fardeau général, a de plus servi de champs de bataille, dont dix départements ont été envahis parmi les plus riches, qui payaient à eux seuls 1/5 de l'impôt avant la guerre.

Quels sacrifices la France n'a-t-elle pas consentis ! 89 % de la population en âge de porter les armes ont été mobilisés alors que la Grande-Bretagne n'avait appelé que 58 % de ses hommes faits et les Etats-Unis moins de 17 %.

« La France, dit M. L. Klotz (2) s'est trouvée vidée pendant quatre ans de toute la partie active et productrice de ses enfants, atteinte à la source même de sa richesse et de sa force contributive. Cet appauvrissement de son capital

---

(1) JÈZE, *op. cit.*, page 30.

(2) *Revue économique internationale*, novembre 1920.

d'énergie, de travail, d'intelligence, elle l'a vu devenir définitif dans une proportion dont n'a souffert aucun des alliés » : Voici le tableau des pertes, douloureux et saisissant : « Nos tués sont plus de 1.300.000, nos blessés 3 millions dont la moitié d'une incapacité supérieure à 50 % ; l'immense armée de nos pertes est d'un quart supérieure aux légions nombreuses que les Etats-Unis ont jetées sur notre sol pour nous aider à gagner la guerre. » 30 % de nos mobilisés — un sur trois — ne sont pas revenus !

« Dans les mêmes conditions, l'Angleterre n'a perdu qu'un sur six de ses soldats, l'Italie un sur sept, les Etats-Unis un sur cent, et l'Allemagne un sur cinq et c'est à l'Allemagne que serait réservée la sentimentalité. » Au moment où l'Allemagne se dérobe aux réparations, la France n'a pas toujours obtenu dans le monde l'appui moral qu'elle méritait, et M. Klotz proteste contre cette attitude et contre le reproche de n'avoir point ménagé ses finances pendant la guerre. M. Klotz a été ministre des finances et il est naturel qu'il se défende, d'ailleurs il a eu le mérite d'entreprendre de larges réformes, tardives, mais dont on ne saurait lui imputer le retard. D'après ses évaluations, le sixième des 195 milliards environ dépensés pendant la guerre provient des recettes et revenus ordinaires, exactement 31,973 millions soit 16 % du total, la différence devant être attribuée à l'emprunt.

En résumé, ce que l'on doit surtout regretter, c'est de n'avoir point créé assez tôt les ressources destinées à assurer les annuités des emprunts, en établissant un budget ordinaire, qui aurait compris le service de la dette et des recettes correspondantes ; en 1915 et 1916, cet effort était possible ; en 1917, malgré la bonne volonté de MM. Thierry et Klotz, il était difficile de revenir en arrière, et en 1917 la Nation était plus affaiblie que durant les années précédentes, comme l'indique le compte rendu du gouverneur de la Banque de France cité plus haut.



Cette critique n'a pas pour but d'essayer de diminuer le bel élan dont le pays a fait preuve en confiant ses capitaux aux emprunts; jamais le Gouvernement n'a adressé un appel en vain. Les Bons de la Défense nationale apportaient 49 milliards  $1/2$  au Trésor, soit 26 % des ressources totales fin 1919, défalcation des bons employés à la souscription aux rentes perpétuelles. Les grands emprunts ont procuré jusqu'en 1919, 53 milliards, soit 28 %, 17 % enfin ont été fournis par des opérations de crédit à l'étranger représentant 33 milliards  $1/2$ . Le complément à l'époque envisagée a été fourni par la Banque de France pour la somme de 26 milliards ou 13 %.

## VI. — Nouvelle phase de la politique allemande.

Abandon de la politique de M. Hellferich. — Exposé de M. de Roedern, le 1<sup>er</sup> décembre 1917. — Opinions de la presse allemande. — Proportion des recettes ordinaires avec la dette flottante et consolidée.

« Vom Jahre 1917 ab beginnt die zweite Phase der wachsenden Finanznot. » Avec l'année 1917, commence la 2<sup>me</sup> phase de la misère financière croissante, disait le ministre des finances M. Wirth, le 1<sup>er</sup> juillet 1920. Les grands emprunts continuaient à jouer régulièrement leur rôle, tous les six mois; mais les budgets ordinaires présentaient des déficits croissants sous le poids de l'augmentation des intérêts de la dette. 1.250 en 1917, 2.875 millions en 1918 doivent être trouvés pour équilibrer le budget. Malgré les promesses de M. Hellferich, le Gouvernement dut se décider à faire appel à l'impôt, c'est de là que devait naître, le 21 juin 1916, le kriegssteuer, impôt sur les bénéfices de guerre se superposant au Besitzsteuer du temps de paix, mais applicable aux sociétés qui n'étaient point frappées par ce dernier.

Le résultat des nouvelles mesures était exposé par M. de Roedern, ministre des finances, au Reichstag, le 1<sup>er</sup> décembre 1917.

« Je crois pouvoir vous dire que l'impôt de guerre avec les taxes accessoires doit rendre à l'empire 5 milliards de marks en chiffres ronds, si les cercles qui ne sont pas compris dans les résultats connus correspondent à la moyenne des autres. Cette moyenne dépasse un peu le quintuple du rendement de la contribution de guerre (Wehrbeitrag). »

« Le Wehrbeitrag, le Besitzsteuer qui donne annuellement un peu plus de 100 millions et le Kriegssteuer représentent à eux trois, les seuls impôts directs que l'empire ait institué durant les hostilités et ensemble ils produiront 6 milliards... Je sais parfaitement qu'avec ces ressources ce n'est qu'une très petite partie de nos dépenses de guerre effective qui a pu être couverte, que les impôts de guerre existant à cette heure ont avant tout servi à assurer le service des intérêts de la dette actuelle, en même temps qu'à compenser le rendement diminué d'autres impôts, et enfin qu'une partie seulement du produit des impôts de guerre pourra être employée à diminuer la dette effective résultant de l'emprunt. Ces impôts doivent servir, je le répète, à assurer le service des intérêts de notre dette qui s'accroît, et ils y ont parfaitement suffi. » (En n'oubliant point le mode de reversement au budget extraordinaire d'une partie des dépenses normales en temps de paix.) L'année 1918 marqua un nouveau pas vers la taxation exceptionnelle, le Reichstag dut accepter un nouveau Kriegsabgabe, impôt sur le revenu progressif, combiné avec charge supplémentaire sur le capital; comme pour le précédent, les titres d'emprunt de guerre étaient acceptés en paiement, tous les nouveaux impôts étaient exceptionnels et ne réalisaient point une réforme fiscale; ils n'étaient point suffisants pour combler le déficit et à plus forte raison pour solder la plus minime partie des frais de la guerre. Le public

allemand commençait à murmurer contre la gestion des finances de l'Empire. La *Kreuzzeitung* du 25 février 1918 constatait avec une satisfaction apparente les résultats des comptes de chaque année et les succès du système financier de l'Empire; elle ajoutait cependant que les nouvelles impositions des années 1916 et 1917 avaient été assez mal accueillies, mais que l'évidence de leur nécessité avait fait taire les récriminations. Voici les chiffres qu'elle donnait en gros des nouvelles taxations. Au milliard 1/2 d'impôts déjà existant devaient s'ajouter, pour 1917,5 milliards de marks provenant du *Kriegssteuer* et de son augmentation de 20 % votée le 9 avril 1917; en terminant elle préparait ses lecteurs à un nouvel effort fiscal.

Avec le budget de l'exercice 1918-1919 une réforme organique apparaissait désormais impossible à éviter; le projet du Gouvernement avait bouclé le budget en recourant une fois de plus aux impôts indirects, mais ce programme devait être assez mal accueilli par tous les partis. Les journaux les combattirent; les *Münchener Neuste Nachrichten* du 21 avril 1918 font remarquer qu'il n'existait aucun plan ou système qui servît de base à la méthode employée pour couvrir les besoins financiers; le Gouvernement prenait l'argent là où il pouvait l'atteindre le plus facilement et avec le plus de rendement. Ce qui préoccupait avant tout c'était la rapidité de la perception, et l'auteur de l'article concluait qu'il était plus avantageux pour l'Empire de procéder immédiatement à une réforme fiscale qui subsisterait sur des fondements solides après guerre, que de continuer à percevoir une série de contributions provisoires de secours, levées sans aucune méthode.

Le public se demandait si l'on n'avait pas fait fausse route, en suivant le programme de M. Hellferich. La *Kreuzzeitung* du 20 avril 1918 manifestait ainsi ses sentiments à son égard : « Les projets que le Gouvernement propose à l'heure

actuelle ne s'écartent pas notablement des chemins battus où le ministère du Trésor impérial est accoutumé à marcher. » Ceci était écrit à la veille de la discussion devant l'assemblée plénière du Reichstag, et quelques semaines plus tard le même journal concluait, le 18 mai 1918 : « Il y aurait lieu d'imiter l'exemple de l'Angleterre qui depuis le début de la guerre a des impôts élevés de plus de 8 fois au-dessus de leurs taux antérieurs. L'augmentation des impôts qui dans ce pays donne cinq milliards de marks en chiffres ronds, dépasse à peine le milliard en Allemagne, les impôts sur les bénéfices de guerre s'élèvent en Angleterre pour 1917-1919 à 10 milliards 400 millions, l'impôt sur les successions a donné jusqu'à 630 millions, tandis qu'il atteint le dixième de cette somme chez nous. »

Devant l'assemblée le comte de Roedern défendit sa politique financière, et au cours de son discours demanda notamment si on devait pousser la taxation aussi loin que l'Angleterre ; mais pouvait-on en même temps poursuivre une politique d'impôts et une politique d'emprunts ? D'ailleurs, affirmait-il, si l'Angleterre a été plus loin que l'Allemagne elle n'a réellement étendu sa taxation que dans le cas des bénéfices de guerre et sa dette flottante est plus élevée que celle de l'Allemagne.

Le comte de Roedern échoua devant l'Assemblée nationale.

A son tour, le Dr. Schiffer, chargé de liquider l'arriéré de l'exercice 1918, critiqua la politique de M. Hellferich, dans son discours cité par le *Berliner Tageblatt* du 16 février 1919. « En Allemagne, disait-il, on a eu tort de plaisanter la méthode anglaise qui tendait à faire face aux frais de la guerre au moyen des impôts, et de s'engager dans la voie des emprunts. Les impôts n'ont plus servi qu'à couvrir les intérêts de la dette et il fallut en augmenter le nombre à mesure que croissait le chiffre des intérêts. L'expérience a condamné cette politique, il faudra donc reve-

nir aux systèmes d'impôts » et la *Kreuzzeitung* du 25 février 1918, concluait un an plus tôt dans le même sens : « C'est dans l'augmentation de la dette d'Empire qu'il faut chercher la cause du mauvais état de nos finances. » Le service de cette dette accru sans cesse atteignait 5 milliards 908 millions de marks y compris 92 millions destinés à l'amortissement.

« Dans de telles conditions l'avenir des finances de l'Empire est assez sombre. On ne peut nier que la puissance financière de l'Allemagne n'ait résisté aux épreuves de la guerre, bien mieux que ne le prévoyaient les plus optimistes au début des hostilités. Nous avons concentré dans le temps de paix tant de forces productives, que nous avons pu surmonter grâce à elles les crises les plus graves de notre organisation financière... » Et en terminant ce préambule où elle voile encore la vérité, elle aboutit à la conclusion, que quelque satisfaction que l'on éprouve à constater la puissance financière de l'Empire, il ne faut pas perdre de vue les efforts qui restent à accomplir, et c'est à la politique fiscale, et non pas à l'emprunt que l'on doit s'adresser, pour rechercher les moyens de satisfaire aux obligations de l'avenir.

Pour terminer, il y a lieu de jeter un coup d'œil sur les crédits de guerre votés et la répartition des ressources principales au moyen desquelles ils ont été couverts.

D'après le Dr. Schiffer les crédits suivants furent accordés par les lois du :

|                       | millions de marks |
|-----------------------|-------------------|
| 4 août 1914.....      | 5.000             |
| 3 décembre 1914.....  | 5.000             |
| 22 mars 1915.....     | 9.933             |
| 31 août 1915.....     | 10.000            |
| 24 décembre 1915..... | 10.000            |
| 9 juin 1916.....      | 11.921            |
| 30 octobre 1916.....  | 12.000            |
| 28 février 1917.....  | 15.000            |
| 30 mai 1917.....      | 645               |
| 21 juillet 1917.....  | 15.000            |
| 3 décembre 1917.....  | 15.000            |
| 22 mars 1918.....     | 15.000            |
| 25 juillet 1918.....  | 15.000            |
| TOTAL.....            | 139.499           |



Il y a lieu d'y ajouter le crédit de 25 milliards 3 que le Dr. Schiffer obtenait le 25 février 1919, de l'assemblée nationale pour la liquidation de l'arriéré...

Au 31 décembre 1918, les recettes exceptionnelles s'élevaient aux chiffres suivants : (1)

|                              | MILLIONS DE MARKS |
|------------------------------|-------------------|
| Kriegsschatz.....            | 344 5             |
| Emprunts.....                | 91.938 6          |
| Reichsschatzanweisungen..... | 55.059 2          |
| TOTAL.....                   | 147.342 3         |

(non compris le montant des sommes amorties ou remboursées).

De ce total, pour être exact, doivent être retirés 1.106 millions de marks qui ont fait retour à l'Etat pour le paiement de l'impôt sur les bénéfices de guerre, aux lieu et place d'argent frais, ce qui donne comme total des recettes exceptionnelles provenant du Trésor de guerre et des emprunts le 31 décembre 1918, 146.236 3 millions de marks.

Ces ressources ont été réparties comme suit, durant la guerre :

|                                                                                          | millions de marks |
|------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|
| 1 <sup>re</sup> année de guerre (1 <sup>er</sup> août 1914 jusqu'au 31 juillet 1915).... | 20.1              |
| 2 <sup>e</sup> — — — 1915 — — 1916)....                                                  | 24.1              |
| 3 <sup>e</sup> — — — 1916 — — 1917)....                                                  | 34.4              |
| 4 <sup>e</sup> — — — 1917 — — 1918)....                                                  | 46.9              |
| Période du 1 <sup>er</sup> août 1918 au 31 décembre 1918 .....                           | 21.8              |
| TOTAL.....                                                                               | 147.3             |

et les Dépenses mensuelles, exprimées en millions de marks, ont été, en moyenne, durant cette période, comme suit :

|                                                         | millions de marks               |
|---------------------------------------------------------|---------------------------------|
| 1 <sup>re</sup> année de guerre de.....                 | 1675 ou, en chiffres ronds, 1.7 |
| 2 <sup>e</sup> — — — .....                              | 2008 — 2.0                      |
| 3 <sup>e</sup> — — — .....                              | 2867 — 3.0                      |
| 4 <sup>e</sup> — — — .....                              | 3818 — 3.8                      |
| 1 <sup>er</sup> août 1918 au 31 décembre 1918. 4358 . — | 4.4                             |

(1) Rapport à l'Assemblée nationale, 12 mars 1919.

L'effort fiscal est indiqué par le tableau suivant des recettes ordinaires (en millions de marks).

|                                                    | ANNÉES FINANCIÈRES |         |         |         |         | TOTAL<br>pour les<br>années<br>1914 à 1917 | 1918  |
|----------------------------------------------------|--------------------|---------|---------|---------|---------|--------------------------------------------|-------|
|                                                    | 1913               | 1914    | 1915    | 1916    | 1917    |                                            |       |
| I. Recettes courantes.....                         | 1.013.7            | 1.040.4 | 754.3   | 1.092.1 | 2.058.7 | 4.945.5                                    | 2.800 |
| II. Recettes perçues une seule fois Wehrbeitrag... | 0.8                | 637.4   | 307.8   | 19.5    | 10.4    | 975.1                                      | »     |
| Ausserordentl. Kriegsabgabe                        | »                  | »       | »       | 37.9    | 4.035.6 | 4.073.5                                    | 1.800 |
| Augmentation del'Ausserordentl. Kriegsabgabe.....  | »                  | »       | »       | 7.6     | 807.1   | 814.7                                      | »     |
| TOTAL II...                                        | 0.8                | 637.4   | 307.8   | 65.0    | 4.853.1 | 5.863.3                                    | 1.800 |
| TOTAL GÉNÉRAL I et II...                           | 1.014.5            | 1.677.8 | 1.062.1 | 1.157.1 | 6.911.8 | 10.808.8                                   | 4.600 |

Durant les quatre années financières 1914-1917, le montant total des ressources fournies par les impôts se sont élevées à 10.808,8 millions de marks, dont pour les impôts perçus une seule fois (en principe directs) 5.863 millions de marks et, pour les impôts courants (principalement indirects) 4.945 millions de marks. Les impôts courants marquèrent en 1915 un recul de 754,3 millions de marks (ils avaient produit 1.040 millions en 1914) et il en fut à peu près de même en 1916. 1917 au contraire vit une augmentation de 2.058 millions de marks, atteignant le double de 1913. Les impôts perçus une seule fois apportèrent en 1918 environ 1.800 millions et les recettes des impôts courants 2.800 millions.

Ensemble durant les cinq années, les sommes fournies par les impôts atteignirent 15.400 millions de marks et l'ensemble des recettes budgétaires de l'Empire y compris 1913 s'éleva au total de 20 milliards de marks.

TABLEAU DES RECETTES DE L'EMPIRE DURANT LES ANNÉES 1913-1918  
(En milliers de Marks)

| RECETTES                                                                    | 1913      | 1914      | 1915      | 1916      | 1917      | Avril-Décembre<br>1918 |
|-----------------------------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------------------|
| I. — Revenus des Administrations, Postes,<br>Chemin <sup>s</sup> , etc..... | 140.919   | — 53.596  | — 42.197  | — 50.505  | — 139.800 | »                      |
| II. — Douanes, Impôts et Taxes .....                                        | 2.076.144 | 1.767.044 | 1.469.557 | 2.014.858 | 3.117.059 | 3.135.711              |
| Total I et II.....                                                          | 2.217.063 | 1.713.448 | 1.427.360 | 1.964.353 | 2.977.259 | 3.135.711              |
| III. — Recettes perçues une seule fois. Wehr-<br>beitrag.....               | 821       | 637.390   | 307.835   | 19.520    | 10.368    | 707                    |
| Ausserordentl-Kriegsabgabe.....                                             | »         | »         | »         | 37.962    | 4.035.592 | 585.797                |
| Augmentation de l'Ausserordentl-Kriegs-<br>abgabe.....                      | »         | »         | »         | 7.592     | 807.118   | 117.159                |
| Kriegsabgabe 1918.....                                                      | »         | »         | »         | »         | »         | 52.867                 |
| Total III.....                                                              | 821       | 637.390   | 307.835   | 65.074    | 4.853.078 | 756.530                |
| Total général des Recettes .....                                            | 2.217.884 | 2.350.838 | 1.735.195 | 2.029.427 | 7.830.337 | 3.892.241              |

La Dette, non compris celle d'avant-guerre, s'élevait au 3 décembre 1918 :

DETTE CONSOLIDÉE

|                                   |         |                 |
|-----------------------------------|---------|-----------------|
| 5 % Schuldverschreibungen.        | 77.780  | milliards de m. |
| 5 % Schatzanweisungen .....       | 2.320   | —               |
| 4 % —                             | 8.888   | —               |
| Total de la Dette consolidée..... | 88.988  | milliards de m. |
| Dette flottante.....              | 55.060  | —               |
| Total général.....                | 148.780 | —               |

Le rapport entre les recettes budgétaires et les emprunts est d'environ 1/7, recettes qui n'ont pu équilibrer le budget ordinaire malgré les artifices signalés, et faire face aux arrérages de la dette qui s'élevèrent respectivement à :

|                                   |        |
|-----------------------------------|--------|
| 1.318,7 millions de marks en 1915 |        |
| 2.590,7                           | — 1916 |
| 4.322,6                           | — 1917 |
| 5.907,4                           | — 1918 |

TABLEAU DES RESSOURCES EXTRAORDINAIRES PAR MOIS  
(En millions de Marks)

| MOIS            | 1914        | 1915    | 1916    | 1917    | 1918    |
|-----------------|-------------|---------|---------|---------|---------|
| Janvier .....   | »           | 1.545.2 | 1.897.0 | 2.938.3 | 4.186.0 |
| Février .....   | »           | 1.513.6 | 1.865.5 | 2.729.8 | 3.267.0 |
| Mars .....      | »           | 2.035.5 | 2.059.2 | 2.986.0 | 4.289.1 |
| Avril .....     | »           | 1.882.5 | 1.883.9 | 3.075.8 | 4.008.2 |
| Mai .....       | »           | 1.861.6 | 2.018.5 | 3.026.6 | 4.212.7 |
| Juin .....      | »           | 1.965.2 | 2.034.7 | 3.378.9 | 4.289.8 |
| Juillet .....   | »           | 1.865.8 | 2.074.6 | 3.459.4 | 4.223.1 |
| Août .....      | 2.047.1 (1) | 1.646.3 | 1.978.5 | 3.154.5 | 4.582.9 |
| Septembre ..... | 969.7       | 2.017.9 | 2.657.9 | 3.524.7 | 4.402.7 |
| Octobre .....   | 1.262.2     | 2.164.2 | 3.020.5 | 4.217.3 | 4.845.8 |
| Novembre .....  | 1.218.5     | 1.955.4 | 2.262.0 | 3.075.9 | 4.142.6 |
| Décembre .....  | 1.602.9     | 2.441.0 | 2.870.1 | 4.005.4 | 3.816.3 |

(1) Dont 365 millions de Marks de Schatzanweisungen en circulation au moment de la déclaration de Guerre.

NOTA. — Les chiffres ci-dessus extraits mensuellement de la situation journalière de la caisse de la Trésorerie de l'Empire, peuvent offrir quelques variations. Les chiffres exacts correspondant à certains postes, notamment concernant la dette inscrite n'apparaissent pas immédiatement.

## VII. — Nouvelle phase de la politique italienne en 1917.

Recours exagéré aux billets. — Justification par M. Nitti. —  
Proportion des recettes ordinaires et extraordinaires

Les grandes lignes de la politique générale italienne, déjà examinées, consistaient dans l'appel à l'épargne soutenu par une fiscalité quelquefois mal ordonnée mais cependant courageuse. L'effort accompli était certainement supérieur à toute attente. Malgré l'importance de cet effort, l'émission des billets de banque avait pris une importance excessive vu l'état des ressources de l'économie italienne. Cette situation doit surtout, comme le faisait remarquer M. Nitti dans son exposé financier du 26 novembre 1918, être considérée comme une conséquence de la situation militaire si grave au moment du désastre de Caporetto en octobre 1917.

« J'ai pris, dit-il, la direction du Trésor au lendemain de nos revers militaires, lorsque la situation étant telle que plus fort que moi aurait hésité à l'affronter. Il fallait d'énormes ressources pour continuer la guerre et réparer les pertes subies. La confiance publique était ébranlée, nos charges montaient d'une manière vertigineuse, comme si notre pays se fût trouvé tout à coup retranché du reste du monde. Les accords à ce sujet avec nos alliés faisaient défaut, et il fallait à tout prix en établir de nouveaux ou compléter ceux qui existaient déjà. Il fallait faire en sorte qu'un commerce, où les importations croissaient indéfiniment et les exportations s'épuisaient avec rapidité pût vivre et progresser. Entre nos établissements de crédit ordinaires des luttes existant depuis longtemps affaiblissaient et paralysaient leur action. Pendant un temps on aurait dit que tout nous manquait; d'où la difficulté de placer nos valeurs à l'étranger, la diffi-



culté d'enrayer le retrait des dépôts, la difficulté de lancer un nouvel emprunt.

« Le Gouvernement sentit qu'il fallait adresser au peuple des paroles de foi. Au lieu d'imposer des restrictions, le ministre du Trésor engagea les autorités militaires à présenter sans délai un plus vaste programme de guerre; il leur demanda de réaliser un seul miracle : reconstituer, en peu de temps, des moyens de beaucoup supérieurs à ceux que nous avons perdus.

« En face de cette situation aussi grave, le Trésor non seulement ne marchandait pas les moyens indispensables, il voulut même qu'ils fussent accrus. Il fit entendre sa voix lorsque la production semblait se ralentir ou lorsque les difficultés avec lesquelles on se trouvait aux prises pouvaient engendrer des doutes sur nos énergies renouvelées. Malgré l'avis contraire des compétents, nous avons fait appel au peuple italien et lorsque des personnes autorisées croyaient impossible qu'une émission de rentes pût jamais atteindre le niveau marqué par nos précédents emprunts, nous avons convié le public à nous apporter deux fois plus de capital qu'il ne nous en avait donné jusque-là. »

Tels sont les arguments au moyen desquels a été soutenue la politique financière suivie durant cette année 1917, où l'on vit la circulation italienne passer de 4.460 millions au mois de mai à 5.989 au lendemain de Caporetto, à 6.539 millions en décembre, pour atteindre 7.253 millions en avril 1918 : les bonds de cette circulation se traduisaient en même temps par des mouvements parallèles du change avec la Suisse, progressant de 137,09 à 165,95, puis 189,90 et enfin 207,88.

Bien que le moment parût venu d'une réforme fiscale à large base et à gros rendement, l'on ne fit appel durant cette année qu'à quelques taxes secondaires. A côté de l'expédient du papier monnaie, on eut recours toujours d'une façon

plus étendue aux bons du Trésor, qui acquirent comme ressource une importance très supérieure à celle des emprunts à long terme. Une grande partie des bons fut absorbée sous des formes variées par les banques, constituant ainsi un élément de l'inflation.

Durant la dernière année de guerre, aucune modification sensible de la méthode financière n'intervint, sa caractéristique était le développement d'une importance capitale de la dette flottante intérieure et extérieure; depuis le 5<sup>e</sup> emprunt national à la fin 1917 jusqu'à la fin de l'année 1919, aucune opération de crédit à titre définitif ne fut décidée et les dépenses furent couvertes par des formes de dettes provisoires. Malgré la nécessité de renforcer les entrées du Trésor, les mesures fiscales furent encore moins énergiques qu'elles ne l'avaient été les années précédentes, et l'on n'osa pas affronter la réforme générale des impôts directs pour en retirer des recettes en rapport avec les dépenses. Malgré les travaux préparatoires accomplis par le ministre Meda, la réforme fut renvoyée à une date ultérieure.

La fin de la guerre a laissé l'Italie dans une situation non moins précaire que celle de l'ensemble des belligérants. L'effort financier italien est passé par des alternatives diverses, soumises à l'influence des événements politiques et militaires.

TABLEAU DU RENDEMENT TOTAL PAR CATÉGORIE D'IMPOT  
DURANT LES EXERCICES FINANCIERS DE GUERRE  
(*Nuova antologia*, 16 septembre 1918, page 133.)

|                               | 1914-1915                    | 1915-1916 | 1916-1917 | 1917-1918 |
|-------------------------------|------------------------------|-----------|-----------|-----------|
|                               | <i>(En milliers de lire)</i> |           |           |           |
| Impôts directs.....           | 592.447                      | 720.878   | 1.057.931 | 1.491.656 |
| Enregistrem., timbre et taxes | 298.775                      | 337.906   | 448.357   | 562.438   |
| Impôts indirects.....         | 464.893                      | 641.305   | 922.183   | 982.428   |
| Monopoles.....                | 521.239                      | 661.747   | 801.024   | 1.081.975 |
| TOTAUX.....                   | 1.877.354                    | 2.361.836 | 3.229.495 | 4.118.497 |

L'augmentation des recettes fiscales a été au cours de la guerre de 2.241.143.000 lire.

D'après le sénateur L. Wollemborg (Nuova antologia, 16 septembre 1918) le mouvement des recettes et des dépenses a été le suivant :

TABLEAU DES RECETTES ET DES DÉPENSES  
(En millions de Lire)

| ANNÉES                    | RECETTES   |             |             | DÉPENSES   |
|---------------------------|------------|-------------|-------------|------------|
|                           | EFFECTIVES | PRINCIPALES | ACCESSOIRES | EFFECTIVES |
| 1913-1914                 | 2.523.7    | 2.245       | 278.7       |            |
| 1914-1915                 | 2.559.9    | 2.139.1     | 420.8       | 5.395.4    |
| 1915-1916                 | 3.733.7    | 2.684.7     | 1 049       | 10.615.2   |
| 1916-1917                 | 5.345      | 3.711.8     | 1.633.2     | 17.595.3   |
| 1917-1918 (approximation) | 7.195      | 4.530       | 2.665       | 24.400.0   |
| Totaux . . .              | 18.833.6   | 13.065.6    | 5.768       | 58.005.9   |

A la somme des dépenses il y a lieu d'ajouter le montant des paiements, à l'intérieur, pour le compte des divers ministères, effectués par le Trésor et figurant à ses crédits; au 30 juin 1918 ils s'élevaient à 3.691 millions et au 31 juillet 1918 à 4.334 millions de lire.

Au cours des quatre exercices indiqués ci-dessus, si la guerre n'avait pas eu lieu et en partant des dépenses effectives de 1913-1914 (soit 2.502 millions de lire) déduction faite des remboursements et dépenses relatives à la guerre de Lybie (185,7 millions de lire) le total des dépenses effectives se serait élevée à 10 milliards 8 millions; si l'on ajoute à ce chiffre l'augmentation vraisemblable résultant soit de l'application des lois antérieures au 30 juin 1914, soit d'autres dispositions législatives, dont l'augmentation peut être estimée à 1/2 milliard, on obtient une somme totale de

11 milliards 300 millions. En déduisant ce chiffre de 58 milliards exprimant le total des dépenses effectives pour ces quatre exercices, on trouve que la majoration des dépenses entraînées par la guerre s'élève à 46 milliards 7. La différence entre les 58 milliards 7 de dépenses et les 18 milliards 833 de recettes donne la somme du déficit auquel il a fallu faire face pendant la guerre avec l'emprunt.

En réalité, les dépenses entraînées par la guerre ont été supérieures et si l'on comprend les opérations de liquidations effectuées jusqu'au 31 octobre 1919, c'est-à-dire y compris 12 mois d'armistice, on obtient les chiffres suivants d'après le total des principaux paiements effectués par les ministères de la guerre, des armes et des munitions et de la marine : 64 milliards de lire au lieu de 5 milliards 1/2 qu'aurait coûté le même laps de temps durant la paix ; la différence indiquant la dépense de guerre s'élève à 59 milliards.

D'après la Trésorerie italienne cette indication devrait être encore considérée comme inférieure, les dépenses réelles étant supérieures aux paiements et certains n'y figurant point.

TABLEAU DES PAIEMENTS EFFECTUÉS PAR L'ÉTAT  
DU 1<sup>er</sup> AOÛT 1914 AU 31 OCTOBRE 1919  
(en millions de lire)

| MINISTÈRES                       | Paiements correspondants au temps de paix d'après ceux effectués du 1 <sup>er</sup> août 1913 au 31 juillet 1914 | Paiements effectués du 1 <sup>er</sup> août 1914 au 31 octobre 1919 | AUGMENTATIONS |
|----------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|---------------|
| Guerre — Armes et Munitions..... | 3.429.3                                                                                                          | 59.857.6                                                            | 56.428.3      |
| Marine.....                      | 2.015.1                                                                                                          | 4.699.4                                                             | 2.684.3       |
| TOTAL.....                       | 5.444.4                                                                                                          | 64.557.0                                                            | 59.113.6      |
| Autres ministères....            | 11.265.0                                                                                                         | 30.304.7                                                            | 19.039.7      |
| TOTAUX.....                      | 16.709.4                                                                                                         | 94.861.7                                                            | 78.153.3      |

Quoiqu'il en soit, au 31 octobre 1918, M. Nitti, d'après la situation de la caisse, estimait les paiements extraordinaires provenant de la guerre à 59 milliards et dans son exposé du 26 novembre 1918, il indiquait le montant des différentes ressources obtenues pour y faire face. L'évaluation des encaissements a été faite en tenant compte de la transformation des dettes et en rectifiant leur total au moyen des contreparties figurant au passif des différents budgets (catégorie 3, mouvement des fonds). On a considéré également la relation entre les créances et les dettes de trésorerie, et les fonds déposés en compte courant productifs d'intérêt à la Caisse des Dépôts et Prêts, qui constituent une dette réelle du Trésor.

# ENCAISSEMENTS PENDANT LA PÉRIODE DE GUERRE

JUSQU'AU 31 OCTOBRE 1918

|                                                                                                          | lire              |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|
| Emprunts nationaux.....                                                                                  | 10.084.488.458    |
| Bons du Trésor (ordinaires ou pour fournitures militaires).....                                          | 8.993.849.623 (a) |
| Bons du Trésor à plusieurs années.....                                                                   | 3.958.984.232 (a) |
| Emprunts à l'étranger (parité)... 13.851.000.000                                                         |                   |
| Change et recouvrement sur les emprunts et autres disponibilités formées à l'étranger.... 17.800.000.000 | 31.651.000.000    |
| Avances des établissements d'émission.....                                                               | 4.715.000.000     |
| Billets de l'Etat et Bons de caisse.....                                                                 | 1.617.000.000     |
| Fournitures de Billets.....                                                                              | 387.875.296       |
| Mandats du Trésor.....                                                                                   | 1.419.382.995 (a) |
| Fonds en compte courant productifs d'intérêt au profit de la Caisse des dépôts et prêts.....             | 340.000.000       |
| Impôts nouveaux et relèvement d'impôts.....                                                              | 4.791.000.000 (a) |
| Prélèvement sur le compte courant aux établissements d'émission (fond du ravitaillement)...              | 1.500.000.000 (a) |
| TOTAL.....                                                                                               | 69.458.580.604    |

(a) Chiffres provisoires.

Pour les emprunts et Bons du Trésor, les chiffres indiqués sont ceux réellement encaissés, et non pas ceux correspondant aux engagements du Gouvernement.



DETTE PUBLIQUE ITALIENNE AU 31 OCTOBRE 1919

(En millions de Lire)

|                                                                         |        |        |
|-------------------------------------------------------------------------|--------|--------|
| I. — Dette antérieure au 1 <sup>er</sup> août 1914 :                    |        |        |
| Montant au 1 <sup>er</sup> août, Bons du Trésor et autres..             | 14.839 |        |
| Titres amortis.....                                                     | 1.203  |        |
|                                                                         | 13.636 | 13.636 |
| II. — Emprunts nationaux de guerre :                                    |        |        |
| 1 <sup>er</sup> 2 <sup>me</sup> et 3 <sup>me</sup> .....                | 4.628  |        |
| 4 <sup>me</sup> .....                                                   | 3.986  |        |
| 5 <sup>me</sup> .....                                                   | 6.123  |        |
|                                                                         | 14.737 | 14.737 |
| III. — Bons du Trésor 5 % (3 et 5 ans).....                             |        | 3.052  |
| IV. — « « ordinaires.....                                               |        | 9.240  |
| V. — « à l'étranger et avances des Etats-Unis.....                      |        | 13.851 |
| VI. — Circulation de l'Etat. Bons de Caisse compris.....                |        | 2.046  |
| VII. — Circulation des Banques d'émission pour le compte de l'Etat..... |        | 6.536  |
| Total général.....                                                      |        | 63.098 |

\*  
\* \*

Voici terminé l'examen des méthodes financières de guerre, nous avons cherché à être aussi bref que possible, tout en nous appuyant sur une documentation, malheureusement souvent peu concordante, quoiqu'il soit plus intéressant de comparer les principes que les chiffres.

Les conclusions varient avec chaque pays, mais il ne faut point oublier que les gouvernements au pouvoir ont dû traverser des moments difficiles et souvent faire face aux nécessités de l'heure, sans se préoccuper assez, peut-être, des conséquences pour l'avenir.

Pour chaque belligérant, on a indiqué le rapport existant entre les ressources respectivement demandées à l'impôt et à l'emprunt ; voici en terminant le même calcul fait par le Dr G. Santoponte, en décembre 1918 (1), qui présente de

(1) DOTT, *Giovanni Santoponte. — Il Mercao monetario et la guerra*, Roma, Athenæum 1919.

légères variantes, et que nous citons à titre documentaire. (Le pourcentage des entrées ordinaires est seul indiqué, mais il est facile par déduction d'établir celui des entrées extraordinaires.)

ENTRÉES ORDINAIRES

| EN MILLIONS           | DÉPENSES TOTALES | TOTALES  | POUR % PAR RAPPORT<br>AUX DÉPENSES |
|-----------------------|------------------|----------|------------------------------------|
| Italie..... L.        | 67,950.4         | 18,870.7 | 27.7                               |
| Angleterre... Liv.st. | 9,001.8          | 2,298.4  | 25.5                               |
| France..... Fr.       | 157,143          | 21,245   | 13.5                               |
| Allemagne..... M.     | 167,800          | 19,700   | 11.7                               |

## CHAPITRE II

### LES EMPRUNTS DE GUERRE A COURT TERME

---

#### I. — FRANCE

##### **Avances des Trésoriers payeurs généraux. Mesures adoptées pour les rendre plus abondantes.**

Il faut d'abord, en France, dire quelques mots des avances des trésoriers payeurs généraux, moyen auquel la guerre a fait recourir, au moment où l'avis général était de le supprimer. Depuis un certain nombre d'années, elles ne dépassaient point une trentaine de millions; dans ces opérations, les trésoriers jouaient un simple rôle de banquiers, intermédiaires entre l'Etat et le public qui leur confiait des fonds, moyennant un intérêt un peu inférieur à celui consenti par l'Etat. La loi du 27 janvier 1912, pour mettre fin à certains abus, indiquait la rémunération maxima totale dont les trésoriers payeurs généraux pouvaient bénéficier. Pour obtenir par l'entremise de ces fonctionnaires, des fonds en quantité suffisante pendant les hostilités, il fallait reviser ces dispositions et en outre offrir aux déposants au-dessus de la garantie du trésorier payeur, celle de l'Etat.

C'est en se basant sur la loi du 5 août 1914, que le Gouvernement prit par décret les mesures nécessaires.

Le rapport au Président de la République du 11 novembre 1914, indiquait qu'en face des besoins considérables de

l'heure, il convenait d'accroître le montant des fonds déposés dans les trésoreries pour former un complément de ressources à l'émission des Bons de la Défense Nationale, et de prendre à cet effet des mesures limitées à la durée des hostilités.

« Il nous a semblé tout d'abord, que pour obtenir ce résultat, il convenait de renforcer les garanties, très réelles cependant, déjà données aux déposants. Du moment que les fonds particuliers ont pour objet, non seulement de donner au public des facilités temporaires de placement, mais encore d'aider efficacement la Trésorerie Nationale, il est rationnel sans vouloir abroger les principes essentiels qui dominent la matière, de mettre en jeu, tout au moins pendant la guerre, la responsabilité subsidiaire de l'Etat lui-même.

Si d'autre part, l'admission en compte courant des fonds de banque et établissements de crédit a été interdite en 1909, un retour à l'ancien état de choses ne paraît pas impossible, à la condition de prévenir par certaines mesures d'exécution les inconvénients autrefois signalés. Il ne convient pas que notre organisation comptable puisse être utilisée comme un moyen facile de transmission des fonds remis par les banques; il ne convient pas davantage que le Trésor subisse une charge d'intérêts pour des sommes dont ce dépôt n'aura été pour lui, en raison de sa durée infime, d'aucune utilité appréciable.

« Quant aux intérêts le taux continuera d'en être déterminé par le Ministre des finances ; il ne semble pas exagéré d'envisager pour le moment celui de 2,25 % mais il va de soit que l'augmentation du taux actuellement fixé à 1,75 % devra bénéficier aux déposants et non pas aux comptables, qui se trouveront du reste indirectement rémunérés par l'augmentation même des dépôts. Cette rémunération échapperait toutefois à ceux dont les trésoreries, particulièrement chargées, procurent déjà le maximum de remises fixé par les textes, soit 28.000 francs ; il nous paraît dési-

nable, au point de vue des intérêts mêmes du Trésor, qu'une allocation puisse cependant leur être attribuée, dans des conditions à fixer par arrêté, en raison du supplément de travail et de frais qu'occasionne le mouvement de capitaux remboursables à vue. »

Le décret du 11 novembre 1914 fixait les deux points indiqués dans l'exposé ci-dessus ; l'art. premier étendait la garantie subsidiaire de l'Etat aux déposants : « A partir du 11 novembre 1914 et pendant toute la période des hostilités le remboursement des fonds des dépôts versés aux Trésoriers P. G. ou aux recettes particulières des finances et dont les Trésoriers P. G. continuent d'être personnellement responsables, est garanti à titre subsidiaire par l'Etat. »

L'article 2 déterminait les conditions de rémunération des Trésoriers P. G. : « Les intérêts alloués aux Trésoriers P. G.... pourront rester en dehors des limitations d'émoluments prévues par les textes en vigueur. »

(Voir tableau page 136).

#### **Création des Bons de la Défense Nationale ; leurs avantages ; leurs résultats. — Critique de cette émission.**

Le système des Bons de la Défense Nationale a été l'adaptation au temps de guerre, des bons du Trésor du temps de paix. Leur caractéristique est de comprendre à la fois le capital et l'intérêt, la valeur nominale étant calculée, déduction faite de ce dernier. Les bons du Trésor avaient une clientèle exclusive de banquiers ; leur émission comprise dans les limites fixées par la loi de finance, était restreinte, ce qui les faisait rechercher pour les placements d'attente, dans les portefeuilles des banques.

Pendant la guerre, surtout au début, il ne fallait point songer aux établissements de crédit, qui se trouvaient dans l'impossibilité de faire des prêts importants à l'Etat, par suite



TABLEAU COMPARATIF DES AVANCES DES TRÉSORIERS-PAYEURS GÉNÉRAUX  
du 31 juillet 1914 au 31 décembre 1917 et au 31 décembre 1918 (1)

| SITUATION<br>en capital<br>au<br>31 juillet 1914 | SITUATION<br>en capital<br>au<br>31 décemb. 1917 | DIFFÉRENCES  |            | CHARGES<br>annuelles<br>au<br>31 juillet 1914 | CHARGES<br>annuelles<br>au<br>31 décemb. 1917        | DIFFÉRENCES  |            |
|--------------------------------------------------|--------------------------------------------------|--------------|------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------|--------------|------------|
|                                                  |                                                  | Augmentation | Diminution |                                               |                                                      | Augmentation | Diminution |
| 27.763.400                                       | 204.035.600                                      | 176.272.200  | »          | 485.000                                       | 6.121.000                                            | 5.636.000    | »          |
| <i>En Francs</i>                                 |                                                  |              |            |                                               |                                                      |              |            |
| SITUATION<br>en capital<br>au<br>31 décemb. 1917 | SITUATION<br>en capital<br>au<br>31 décemb. 1918 | DIFFÉRENCES  |            | CHARGES<br>annuelles<br>au<br>31 décemb. 1917 | CHARGES<br>présumées<br>annuelles<br>au 31 déc. 1918 | DIFFÉRENCES  |            |
|                                                  |                                                  | Augmentation | Diminution |                                               |                                                      | Augmentation | Diminution |
| 204.035.600                                      | 283.527.800                                      | 79.492.200   | »          | 6.121.000                                     | 8.505.800                                            | 2.384.800    | »          |
| <i>En Francs</i>                                 |                                                  |              |            |                                               |                                                      |              |            |

(1) *France Financière et Economique*, pages 308 et 314. Impr. Nationale, 1919.

du moratorium des lettres de change, qui restreignait leurs disponibilités. Il fallait donc leurs substituer la clientèle du public et étendre le marché des Bons.

Le Gouvernement prit les mesures suivantes pour obtenir ce résultat :

1° Emettre des bons d'un chiffre peu élevé ;

2° Assurer leur placement par l'intermédiaire des comptables directs du Trésor, des receveurs des administrations financières et des receveurs des postes.

Les Bons mis à la disposition du public variaient de 100 à un million de francs et leur durée était fixée à 3, 6 mois et un an ; il y a eu même des bons émis à 200 jours pour répondre à des exigences commerciales.

L'émission fut autorisée par le décret du 13 septembre 1914 :

ARTICLE PREMIER. — Les bons du Trésor émis à partir de ce jour et pendant la durée des hostilités porteront la mention : « Bons de la Défense Nationale ». Ils seront admis pour la libération des souscriptions à tous emprunts, futurs avec droit de préférence pour les souscripteurs de ces emprunts, à concurrence du montant des bons qu'ils remettront au Trésor. Les bons seront repris au pair, sous déduction s'il y a lieu de l'intérêt correspondant au temps qui resterait à courir.

ART. 2. — Le placement des bons du Trésor pourra être fait par l'entremise des comptables directs du Trésor, des receveurs des Administrations financières et des receveurs des postes, moyennant une remise dont le taux sera fixé par un arrêté du Ministre des finances.

M. Ribot expliquait dans son exposé du 22 décembre 1914 comment il avait été conduit à recourir à ce procédé :

« Au 1<sup>er</sup> août dernier, grâce aux versements faits sur l'emprunt de 805 millions et à l'émission en juin, en séries de 90 millions, d'obligations à court terme, le montant des bons du Trésor en circulation ne dépassait pas 427 millions. Ce chiffre ne pouvait que décroître par suite de la nécessité où les banques et les autres établissements qui constituent

la clientèle du Trésor se trouvaient de faire état de toutes leurs ressources. Les bons du Trésor venant à échéance n'étaient pas renouvelés, quoiqu'une décision du Ministre des finances du 19 août eût porté à 4 % l'intérêt des bons à 6 mois et à 5 % l'intérêt des bons à un an. On devait prévoir le moment où cette ressource des bons du Trésor allait faire défaut à notre trésorerie. Nous avons décidé le (13 septembre) de faire appel au public pour le placement des bons du Trésor par l'intermédiaire de tous les comptables directs, des comptables des régies et des receveurs des postes. C'était une innovation dans les habitudes et les procédés de notre trésorerie dont nous pouvions attendre dans le présent et dans l'avenir d'heureux résultats. Le Trésor public a intérêt non seulement pour se procurer des fonds de roulement mais aussi pour le placement de ses emprunts futurs, de prendre de plus en plus contact par ses comptables avec le public où il trouvera sa clientèle la plus fidèle, la plus sûre... »

Les principaux avantages sont :

Elévation du taux de l'intérêt;

Admission au bénéfice des emprunts futurs ;

Facilité d'escompte par la Banque de France.

L'intérêt, dont le taux a d'ailleurs varié, est payable d'avance au moment de la souscription et pour toute la durée du bon. Ainsi, par exemple, un bon à un an à 5 % ne coûtait que 95 francs en réalité, au souscripteur, et l'intérêt n'était plus de 5 %, mais de 5 francs pour 95 francs, ce qui faisait ressortir le taux réel à 5,26 %. Cet intérêt, en outre, est net d'impôt.

Tout porteur de bons, quelle que fût la date de l'échéance, pouvait les échanger au pair, contre les titres d'emprunts qui viendraient à être émis et qu'il considérerait comme plus avantageux. Bien entendu, si les bons n'étaient pas

échus, leurs valeurs étaient calculées, déduction faite des intérêts restant à courir jusqu'à la date de l'échéance. Cette disposition permettait d'attirer les capitaux, qui auraient pu se réserver, en attendant l'émission d'un emprunt avantageux, et qui n'auraient point été transformées en bons, de crainte d'être indisponibles au moment de la souscription. Ainsi, au lieu de gêner les futures émissions, les bons seraient absorbés par elle et la dette flottante consolidée. Ce point est des plus importants; on verra dans quelle mesure les résultats ont répondu à l'attente du Gouvernement.

Les bons, sur la demande du Gouvernement, furent admis à l'escompte de la Banque de France, quelle que soit leur durée, pourvu qu'il ne leur reste pas plus de trois mois à courir. La banque dans cette limite, quelle que soit leur échéance, consentait des avances, jusqu'à 80 % de leur valeur (instruction du 24 novembre 1914, du gouverneur de la Banque de France.)

De grandes facilités étaient enfin données au placement des bons par la multiplication des guichets de souscription, pour les rapprocher des souscripteurs, en confiant le placement aux divers agents des administrations de l'Etat. On peut considérer que cet avantage a moins profité au public qu'aux fonctionnaires chargés de cette opération. D'après le rapport de M. Métin, du 28 janvier 1915, n° 544, une commission leur était accordée d'après un tarif décroissant, sur les bases fixées par l'arrêté du 22 septembre 1914. (Voir tableau page 140.)

Le tarif était appliqué en tenant compte du capital nominal des bons souscrits, les remises étaient liquidées et payées par trimestre; le premier prenait fin le 15 décembre 1914. L'arrêté du 13 novembre 1914 réduisit de moitié le tarif, et celui du 22 novembre exclut du calcul des remises allouées aux comptables, les souscriptions de la Caisse des dépôts, des banques, des établissements de crédit et des Compagnies

|                                                                                   | TAUX ‰ DU CAPITAL NOMINAL<br>DES BONS |               |               |
|-----------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|---------------|---------------|
|                                                                                   | à un an                               | à six mois    | à trois mois  |
| Sur les premiers 25.000 francs du capital total des bons de chaque catégorie..... | 1                                     | 1/2           | 1/4           |
| Sur la partie de ce capital comprise entre 25.000 et 50.000 francs inclus.....    | 1/2                                   | 1/4           | 1/8           |
| Sur la partie comprise entre 50.000 et 200.000 francs inclus.....                 | 1/4                                   | 1/8           | 1/16          |
| Sur la partie comprise entre 200.000 et 1 million inclus.....                     | 1/8                                   | 1/16          | 1/32          |
| Sur la partie comprise entre 1 million et 10 millions inclus.....                 | 1/25                                  | 1/50          | 1/100         |
| Sur la partie supérieure à 10 millions.....                                       | aucune remise                         | aucune remise | aucune remise |

d'agents de changes, celles-ci bénéficiant d'une remise spéciale fixée à 1,25 ‰ du capital nominal des bons à six mois ou un an, souscrits par leurs soins, et de 0,50 ‰ du capital nominal des bons à trois mois, sans toutefois que ces remises puissent porter sur un capital nominal inférieur à 500.000 francs ; la liquidation de ces primes, comme de celles accordées aux comptables était opérée par trimestre.

Quoi qu'il en fût, les avantages attachés aux Bons de la Défense Nationale apparaissent particulièrement comme considérables, si on les compare à ceux que l'Angleterre accordait aux Exchequers bills, placés aux environs de 3 1/2 ‰ ; on s'est posé la question de savoir s'ils avaient été réellement excessifs. Non, si l'on songe que les avantages et le taux des intérêts devaient se prolonger pendant toute la durée de la guerre. En effet, il était préférable de débiter à un taux élevé et de s'y maintenir, ou même de le réduire si la situation le permettait (1), que d'être exposé à élever cet intérêt sous la pression des besoins du Trésor,

(1) Le taux des bons à trois mois a été ramené à 4 ‰ à partir du 21 décembre 1914, par Décret du 10 décembre 1914.



augmentant, tandis que la guerre se prolongeait. Le résultat aurait été de maintenir les capitaux, dans l'expectative des événements qui auraient pu faire varier le régime de ces bons. Un taux uniforme moyen, assez élevé, a montré sa valeur par la régularité avec laquelle, jusqu'à la fin de la guerre, l'émission des bons a été faite, au milieu des plus diverses circonstances, avec un succès toujours croissant.

Dans une certaine mesure, l'opinion suivante de M. Jèze est exacte : les capitalistes, dans tous les pays d'ailleurs, n'entendent prêter leur argent que moyennant un intérêt rémunérateur ; sans aller jusqu'à estimer, comme le fait entendre cet auteur, que les capitalistes auraient en quelque sorte exploité la situation critique créée par la guerre, on doit constater avec lui que tout appel au crédit demeuré infructueux provoque une véritable « crise de confiance », et a pour résultat de rendre finalement l'opération projetée plus onéreuse qu'elle ne l'aurait été si, au début, les concessions nécessaires avaient été faites (1) ; il est certain qu'il n'y a pas lieu, particulièrement à cette époque, dans des circonstances aussi difficiles, de reprocher au Ministre des finances de n'avoir pas marchandé les avantages offerts aux souscripteurs.

Afin de faciliter au public l'usage des bons on décida de ne pas émettre de bons nominatifs donnant aux propriétaires les garanties habituelles de ce genre de titre, mais qui auraient nécessité certaines formalités pour leur renouvellement ou leur remboursement.

Selon M. Cerfberr de Medelsheim, chef des bureaux du service des émissions de la Défense Nationale (2), on avait d'abord envisagé l'assimilation du bon à un effet de com-

---

(1) *Op. cit.*, pp. 239 et 240.

(2) CERFBERR DE MEDELSHEIM, *Le Nerf de la Guerre*, Berger-Levrault, Paris, 1916, p. 50.

merce; outre la ressemblance existant entre ces deux titres au point de vue de l'échéance relativement rapide, on doit noter la faculté donnée au détenteur du bon, de le transmettre au moyen de l'endossement. Cette combinaison n'a pas réussi et n'a pas été comprise du public en général, elle le gênait au lieu de lui être utile; la transmission rencontrait des obstacles; il y avait même des agents du Trésor, qui n'avaient compris ni la lettre, ni l'esprit des instructions et exigeaient des formalités, telle que le pouvoir du mari pour les femmes mariées. D'autre part même, le procédé ne protégeait point les possesseurs efficacement contre la perte ou le vol.

Les premiers résultats de la nouvelle émission furent indiqués par M. Ribot à Bordeaux au Conseil des ministres tenu le 9 octobre 1914. Du 15 septembre au 5 octobre, en 21 jours, les sommes versées se sont élevées à 217.752.100 francs, chiffre satisfaisant pour le début d'une opération toute neuve pour le public.

La répartition de cette somme entre les bons de différente durée était la suivante :

|                        |             |
|------------------------|-------------|
| Bons à trois mois..... | 118.851.800 |
| — à six — .....        | 33.700.600  |
| — à un an.....         | 65.199.700  |
| Total.....             | 217.752.100 |

Les bons à échéance assez lointaine représentaient 45,42 % du total.

Dans l'exposé du 22 décembre (1), M. Ribot rendait compte du résultat obtenu à cette époque :

« Des bons de 100, 500 et de 1.000 francs, à qui nous avons donné le nom de Bons de la Défense nationale, portant intérêt à 5 % l'an, ont été mis à la disposition du

---

(1) D. P., 11<sup>e</sup> législature, n° 433, p. 14.

public... Dans le rapport qui précédait le décret du 13 septembre, celui-ci (le ministre des finances) se bornait à exprimer l'espoir qu'une partie au moins des bons du Trésor mis à sa disposition par la loi des finances et par un décret du 1<sup>er</sup> septembre 1914 rendu en Conseil d'Etat et formant un total de 940 millions de francs, pourrait être souscrite avant le 31 décembre. Cette limite de 940 millions était dépassée avant la fin du mois de novembre, et un décret en Conseil d'Etat du 3 décembre l'a élevée à 1.400 millions.

« A la date du 15 décembre, le total des bons de la Défense nationale souscrits en France seulement, s'élevait à 1 milliard 59.371.400 francs auxquels il faut ajouter 233.048.000 fr. reçus à la seule Caisse centrale du Trésor les 16, 17, 18 et 19 décembre, soit ensemble 1.292.419.400 francs. »

Le Gouvernement avait-il atteint son but : attirer les gros capitaux et assurer plus tard les souscriptions aux futurs emprunts de consolidation ? ce point a été très vivement discuté et probablement avec esprit de parti.

Voici le tableau par coupures des bons souscrits du 15 septembre au 31 décembre 1914 (Rapport de M. Aymond, sénateur, du 29 janvier 1915).

BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE SOUSCRITS DU 15 SEPTEMBRE  
AU 31 DÉCEMBRE 1914

| VALEUR<br>DES COUPURES | NOMBRE<br>DE COUPURES | TOTAL<br>EN FRANCS |
|------------------------|-----------------------|--------------------|
| 100 francs             | 600.369               | 60.036.900         |
| 500 »                  | 282.868               | 141.434.000        |
| 1.000 »                | 723.008               | 723.008.000        |
| 5.000 »                | 63                    | 315.000            |
| 10.000 »               | 26.659                | 256.590.000        |
| 50.000 »               | 143                   | 7.500.000          |
| 100.000 »              | 2.562                 | 256.200.000        |
| 500.000 »              | 147                   | 73.500.000         |
| 1.000.000 »            | 169                   | 169.000.000        |

Le Gouvernement paraît avoir été déçu, comme il ressort du discours de M. Ribot du 18 mars 1915, cité à l'appui de cette opinion par M. Jèze (1) : « La petite épargne, dans les villages mêmes, dans toutes les fermes, sort du bas de laine pour venir chez le percepteur ou chez le receveur. Nous le voyons par la quantité d'or qui se mêle aux billets de banque. L'or commence à sortir; il ne sort pas des coffres-forts; il sort des plus humbles maisons; des plus petits porte-monnaie. Nous connaissons là nos clients, toute cette clientèle que j'ai voulu conquérir au Trésor français. Elle a confiance, elle vient à nous; c'est elle qui nous fournit en ce moment le plus clair de nos ressources... » Et le 25 juin 1915, il disait encore : « Il y a une tendance de la part des capitaux à se réserver parce qu'ils prévoient pour l'avenir des placements singulièrement avantageux. »

Le *Temps* a essayé de réfuter cette déclaration, en montrant d'après le total des bons souscrits à cette époque, qu'il ne pouvait être attribué en majeure partie aux souscriptions de la petite épargne; ceci est peut-être exact, mais il y a lieu de remarquer surtout, que dans la crise du début des hostilités, c'étaient les gros capitalistes, les propriétaires, les rentiers et les établissements de Crédit qui se trouvaient beaucoup plus atteints en principe, que les petits épargnants; c'est l'opinion de l'*Economiste français* (3 juillet 1915, p. 5) : « Presque personne, à l'heure actuelle, ne dispose en une fois de gros capitaux, un grand nombre de loyers sinon la plupart ne sont pas payés; les sommes placées en report au mois de juin 1914, n'ont pas encore été restituées aux ayants droit au mois de juin 1915; la plupart des valeurs mobilières à revenu variable ne distribuent que des dividendes réduits, ou même aucun dividende; la généralité des industries et du commerce est improductive; d'autre part

---

(1) *Op. cit.*, p. 240.

il ne peut se faire de rentrées notables par la vente de titres puisque les transactions en bourse sont réduites à 7 ou 8 % du montant d'avant guerre, comme en témoigne le rendement de l'impôt sur ces opérations, un sénateur, M. Hervey, a présenté d'excellentes observations à ce sujet. »

A la fin de 1915, les résultats devaient s'améliorer ainsi qu'il résulte du tableau des placements concernant l'ensemble de l'année.

BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE AU 31 DÉCEMBRE 1915

| VALEUR<br>DES COUPURES | NOMBRE<br>DE COUPURES | TOTAL<br>EN FRANCS |
|------------------------|-----------------------|--------------------|
| 100 francs             | 5.777.918             | 577.791.800        |
| 500 »                  | 2.232.881             | 1.116.420.500      |
| 1.000 »                | 5.141.586             | 5.141.586.000      |
| 5.000 »                | 1.115                 | 5.575.000          |
| 10.000 »               | 48.073                | 480.730.000        |
| 50.000 »               | 9.839                 | 491.950.000        |
| 100.000 »              | 34.692                | 3.469.200.000      |
| 500.000 »              | 1.964                 | 982.000.000        |
| 1.000.000 »            | 4.144                 | 4.144.000.000      |

L'ensemble de l'année représente 16.389.273.300 francs, dont il faut déduire les remboursements; cette somme n'en représente pas moins un effort considérable.

Relativement à la durée des bons, on a noté la préférence des populations rurales pour les bons à échéance d'une année, tandis que les populations des grands centres urbains recherchaient plutôt les bons de courte durée; ceux-ci sont souscrits par les banques et les capitalistes qui en font un placement d'attente, et parce que le papier à trois mois est escompté partout, notamment par la Banque de France; tout en assurant un intérêt élevé l'argent reste immédiatement disponible. C'est cette clientèle qui se renouvelle sans cesse et fournit les plus gros chiffres de bons à 3 mois.



Le rapport de M. Aymond, du 24 janvier 1915, indique la répartition des bons à cette date, selon leur échéance.

|                    |                      |
|--------------------|----------------------|
| Bons à 3 mois..... | 855.343.400 francs   |
| — à 6 — .....      | 416.023.100 —        |
| — à 1 an .....     | 426.134.200 —        |
| Total.....         | 1.697.500.700 francs |

Les banques ont apporté leur concours au Gouvernement pour le placement des bons, notamment dans la clientèle qui plaçait chez elle ses fonds en compte courant. Jusqu'au 31 décembre 1915, durant les 15 premiers mois, les établissements suivants ont placé les sommes ci-dessous indiquées :

|                                           |                 |
|-------------------------------------------|-----------------|
| Crédit Lyonnais.....                      | 905.107.200 fr. |
| Comptoir d'Escompte .....                 | 780.606.800 —   |
| Crédit industriel et commercial .....     | 563.301.800 —   |
| Société centrale des banques de Province. | 123.189.300 —   |
| Banque de Paris et des Pays-Bas.....      | 72.220.300 —    |

Au cours des années 1915 et suivantes, voici le résultat des souscriptions et renouvellements des bons effectués à la Banque de France :

| ANNÉES | PARIS         | SUCCURSALES    | TOTAL                        |
|--------|---------------|----------------|------------------------------|
| 1915   | 882.113.600   | 1.019.082.909  | 1.901.196.500 <sup>(1)</sup> |
| 1916   | 1.704.740.500 | 1.870.303.900  | 3.575.044.400                |
| 1917   | 4.876.670.600 | 3.932.419.100  | 8.809.089.700                |
| 1918   | 7.008.400.000 | 11.174.600.000 | 18.183.000.000               |

(1) Sur ce total 192.387.000 fr. ont été souscrits postérieurement au 19 novembre, date à partir de laquelle les bons émis cessaient d'être admis au paiement des souscriptions à l'emprunt 5 %.

Les ressources apportées au Trésor par les bons de la Défense nationale se sont élevées en 1915 de 1.288.333.900 à 6.962.918.300 francs, déduction faite des bons convertis en obligations ou rentes, soit une ressource de 5.674 mil-

lions 1/2, atténuée jusqu'à concurrence de 105.937.000 francs du montant des remboursements des bons ordinaires.

Du 31 décembre 1915 au 30 avril 1916 leur chiffre est passé de 6.962.918.000 à 10.019.820.000 francs (1) déduction faite des bons convertis en obligations, soit une ressource de 3.056.902.000 francs.

Aux inquiétudes qui se manifestaient déjà au sujet de l'augmentation de la dette flottante, le Gouvernement répondait, dans l'exposé des motifs des crédits provisoires applicables au 3<sup>me</sup> trimestre 1916 (2) : « Si l'on était tenté de s'inquiéter de l'élévation de notre dette flottante représentée par les bons de la Défense nationale à 3, 6 ou 12 mois, nous ferions remarquer que la Trésorerie britannique, qui nous a emprunté ce procédé d'émission de ces bons, en a pour 16 milliards en circulation et qu'elle ne cesse pas d'en émettre, sans éprouver aucune crainte, quant au moyen de les consolider, le jour venu, par des engagements de longue durée. Une guerre comme celle que nous soutenons impose des charges auxquelles on ne peut faire face, par les seuls procédés que la prudence recommande en temps de paix. Il ne faut pas oublier qu'à la guerre la prudence qui ne s'accompagne pas de hardiesse est la pire des imprudences. Si nous regardions du côté de l'Allemagne, nous verrions l'usage qu'on y fait non seulement des bons du Trésor, mais aussi des traites acceptées par le Trésor et des billets d'Etat, émis par les caisses de prêts, et qui tiennent la place de l'or dans les caisses de la Banque d'Empire. Nos méthodes n'ont rien à envier en fait de solidité à celles de nos ennemis. »

---

(1) A la date du 15 novembre 1915, c'est-à-dire à la veille de l'emprunt en rentes 5 %, le montant des bons en circulation était de 8.830.248.000 francs ; il n'était plus que de 6.962.918.000 francs le 31 décembre 1915, un grand nombre de porteurs s'étant libérés dans l'intervalle par des versements de bons, de leurs souscriptions à l'emprunt.

(2) D. P., 11<sup>e</sup> Législature, n° 2115, p. 9.

Le 31 juillet 1916, déduction faite de tous remboursements et conversions, le produit net était de 13.166 millions de francs, et il convient de signaler l'empressement de l'épargne la plus humble qui avait apporté son concours sous la forme de coupures de 5 francs et de 20 francs au nombre de 700.000, représentant près de 7 millions de francs au total.

Au 31 décembre 1917, les bons en circulation atteignaient 19.521.000.000 francs et au 31 décembre 1918, 29.463.303.000 francs.

MOUVEMENT DES BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE  
DURANT LA GUERRE

| PÉRIODES                                                                                                                                            | DIFFÉRENCES (en francs) |               |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|---------------|
|                                                                                                                                                     | en plus                 | en moins      |
| 31 Juillet 1914 au 31 Juillet 1916.....                                                                                                             | 13.166.550.000          | »             |
| 31 Juillet 1916 au 30 septembre 1916..                                                                                                              | 1.915.004.000           | »             |
| 30 septembre 1916 au 31 janvier 1917..                                                                                                              | » (1)                   | 1.653.074.000 |
| 31 janvier 1917 au 30 avril 1917 .....                                                                                                              | 2.967.556.000           | »             |
| 30 avril 1917 au 31 juillet 1917. ....                                                                                                              | 3.230.298.000           | »             |
| 31 juillet 1917 au 31 octobre 1917 ...                                                                                                              | 2.324.473.000           | »             |
| 31 octobre 1917 au 31 août 1918.....                                                                                                                | 3.914.252.000           | »             |
| (1) La différence en moins provient de la libération avec des Bons de la Défense nationale de souscriptions à l'emprunt 5 0/0 émis en octobre 1916. |                         |               |

Il ressort du tableau précédent que l'intensité de la souscription est allée sans cesse croissant, particulièrement en 1917, même en tenant compte de l'absorption d'une certaine quantité de bons par l'emprunt 4 % émis du 26 novembre au 16 décembre 1917, le mouvement indiqué s'arrêtant au mois d'août 1918 avant le dernier emprunt émis pendant la guerre, autorisé par la loi du 19 septembre 1918.

Voici le montant des Bons de la Défense Nationale apportés en souscriptions aux 4 emprunts, 5 % 1915, 5 % 1916,

4 % 1917, 4 % 1918, et consolidés de ce fait, soit respectivement (arrondis en milliers de frs.) : 2.244.385.000, 3.693.071.000, 4.584.768.000, 12.952.832.000, en tout 23.475.056.000 francs. (1)

Les charges en capital et en intérêts des Bons de la Défense Nationale durant la guerre ont été les suivantes d'après les tableaux comparatifs de la dette publique, publiés par le Ministère des finances. (Voir tableau page 150.)

\*  
\* \*

A côté des nouveaux venus, les anciens Bons du Trésor ont continué à subsister, modestement il est vrai, mais ils doivent cependant être examinés.

Leur montant au 31 juillet 1914 était de 427.521.400 francs, au 31 décembre 1917, ils étaient tombés à 26.731.000 francs pour finalement se relever au 30 avril 1919 à environ un milliard 10 millions de francs.

Le taux d'intérêt attaché aux Bons du Trésor était resté fixé à 1 % pour les bons de un mois à moins de six mois, 4 % pour les bons de six mois à moins d'un an et 5 % pour les bons à un an, depuis le 20 août 1914, jusqu'au 24 avril 1918. L'émission qui à partir du 15 septembre 1914 avait continué concurremment avec celle des bons de la Défense Nationale n'avait donné que des résultats insignifiants durant les années 1915, 1916, 1917. Le relèvement du taux de l'intérêt le 23 avril 1918 (3 % pour les bons de un mois à moins de deux mois, 3,50 % de deux mois à moins de six mois, 4 % pour les bons de six mois à moins d'un an) a eu pour conséquence de relever le montant des souscriptions.

Un second relèvement de l'intérêt effectué en vertu d'une

---

(1) Rapport de M. MARIN, 11<sup>e</sup> Législature, n° 6.158, séance du 20 mai 1919.

SITUATION AU 31 JUILLET 1914 ET AU 31 DÉCEMBRE 1917  
(En millions de Francs)

| SITUATION<br>en Capital au | SITUATION<br>en Capital au | DIFFÉRENCES  |            | CHARGES<br>annuelles au | CHARGES<br>annuelles au | DIFFÉRENCES  |            |
|----------------------------|----------------------------|--------------|------------|-------------------------|-------------------------|--------------|------------|
|                            |                            | Augmentation | Diminution |                         |                         | Augmentation | Diminution |
| 31 juillet 1914            | 31 déc. 1917               |              |            | 31 juillet 1914         | 31 déc. 1917            |              |            |
| »                          | 49.524                     | 49.524       | »          | »                       | 1.456                   | 1.456        | »          |

SITUATION AU 31 DÉCEMBRE 1917 ET AU 31 DÉCEMBRE 1918  
(En millions de Francs)

| 31 déc. 1917 | 31 déc. 1918 | 31 déc. 1917 | 31 déc. 1918 |
|--------------|--------------|--------------|--------------|
|              |              |              |              |
| 49.524       | 29.463.3     | 9.942.3      | »            |
|              |              | 1.456        | 4.465.4      |
|              |              |              | 309.4        |
|              |              |              | »            |



décision du 25 juin 1918 (3 % pour les bons de un mois à moins de deux mois, 3,50 % de deux mois à moins de trois mois, 4,50 % de trois mois à moins d'un an, 5 % pour les bons à un an) et le paiement de l'intérêt par anticipation (décision du 12 juillet 1918) leur donna un nouveau développement,

Enfin un arrêté du 28 décembre 1918, a fixé le taux de l'intérêt à 3 % pour les bons de un mois à moins de deux mois, 3,50 % pour les bons de deux mois à moins de trois mois, 4,25 % pour les bons de trois mois à moins de six mois, 4,75 % pour les bons de six mois à moins d'un an, et 5 % pour les bons d'un an.

Les Bons du Trésor ne figurent dans le montant des souscriptions que pour l'emprunt de 1918 et pour la somme de 20.420.000 francs.

#### **La Dette flottante contractée à l'extérieur.**

Pour en terminer avec les emprunts à court terme, il faut examiner la dette flottante extérieure.

La nécessité d'obtenir des crédits à l'étranger provenait du besoin de soutenir les changes, menacés dès le début de la guerre par la rupture d'équilibre due aux achats extérieurs pour le matériel militaire et les approvisionnements.

L'exposé des motifs des crédits provisoires applicables au 4<sup>me</sup> trimestre de 1916 (n° 2.449) indiquait que la moyenne mensuelle des paiements à faire à l'étranger par suite des achats effectués pour la Défense Nationale et le ravitaillement s'était élevée en 1915 aux environs de 250 millions et en 1916 à près de 600 millions, avec tendance à dépasser ce chiffre. Une convention fut signée avec le Gouvernement britannique, afin de permettre de faire face aux paiements des fournisseurs étrangers, particulièrement en Angleterre même, tout en stabilisant le change.

En 1917, le Gouvernement indiquait les difficultés du Trésor pour ses opérations à l'étranger: « Les appels que nous avons dû faire au dehors pour notre matériel militaire puis en outre pour notre approvisionnement, n'ont cessé de se développer jusqu'à ces derniers mois. Il a été possible au début d'y faire face grâce aux créances que la France possédait sur l'étranger. A partir de 1915 et pour ne pas peser sur les cours, l'Etat s'est abstenu presque complètement de chercher sur le marché des changes, les ressources nécessaires à ses achats et s'est efforcé de se les procurer par des ouvertures directes de crédit. Enfin élargissant ses opérations, il a dû fournir lui-même la contre-partie de beaucoup d'importations commerciales afin d'enrayer la dépréciation de notre devise et de prévenir les conséquences fâcheuses qui en eussent résulté pour l'économie générale du pays. C'est là une tâche extrêmement lourde qu'il importe, dans l'intérêt de notre avenir, d'alléger autant que possible par des restrictions énergiques et dont l'ampleur actuelle est un sujet de légitime préoccupation. »

Il convient de noter que les moyens de pourvoir à ces charges extérieures ont été obtenus par le Trésor dans des conditions de plus en plus satisfaisantes. En 1915, les 5/7 des avances consenties par l'étranger l'avaient été sous forme d'effets à court terme, dont le remboursement laissait exposé à de prochaines difficultés. En 1916, grâce au concours de l'Angleterre et au succès des négociations entamées en pays neutres, on a pu rapporter à une date plus éloignée et dans la majorité des cas postérieurement à la conclusion de la paix, l'échéance des différents engagements.

Les accords et conventions intervenus durant la guerre entre la France et les nations étrangères n'ayant point été livrés à la publicité, il n'est point possible d'en donner le détail avec précision.

En Angleterre, les opérations ont revêtu les formes suivantes:

1° Bons du Trésor émis dans le public, directement par la Banque d'Angleterre;

2° Bons du Trésor remis à la Trésorerie britannique par le Trésor français;

3° Bons remis à la Banque de France et escomptés par la Banque d'Angleterre.

Rentrent également dans la catégorie examinée, les crédits obtenus dans divers pays étrangers, généralement sur prêts de valeurs, en vue de ne pas surcharger le marché des changes.

DETTE FLOTTANTE EXTÉRIEURE  
AU 31 DÉCEMBRE 1918

| DÉSIGNATION DES NATURES DE DETTES                                                  |                                           | SITUATION<br>présumée<br>en capital<br>au 31 décemb. 1918 | CHARGES<br>annuelles<br>présumées<br>au 31 déc. 1918 |
|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|
|                                                                                    |                                           | francs                                                    | francs                                               |
| Bons du Trésor remis à la Trésorerie britannique..... 469.130.000 liv. st.         |                                           | 8.418.889.000                                             | 473.616.000                                          |
| Bons du Trésor remis à la Banque d'Angleterre..... 72.000.000 liv. st.             |                                           | 1.815.840.000                                             | 127.108.800                                          |
| Bons du Trésor émis dans le public par la Banque d'Angleterre.. 8.000.000 liv. st. |                                           | 252.200.000                                               | 15.132.000                                           |
| Crédits en Banque                                                                  | Crédits sur valeurs espagnoles...         | 206.000.000                                               | 13.390.000                                           |
|                                                                                    | Espagne { 160.000.000 pesetas             |                                                           |                                                      |
|                                                                                    | Crédit de l'accord du 6 mars 1918..       | 350.000.000 pesetas                                       | 450.025.000                                          |
|                                                                                    | Suède..... 40.000.000 kroners             | 76.800.000                                                | 6.144.000                                            |
|                                                                                    | Norvège..... 50.000.000 kroners           | 86.500.000                                                | 6.487.000                                            |
|                                                                                    | Argentine..... 100.000.000 pesos          | 550.000.000                                               | 27.500.000                                           |
|                                                                                    | Crédits de la Banque de Fribourg..        | 2.700.000 francs                                          | 3.429.000                                            |
|                                                                                    | Suisse.. { 2.700.000 francs               |                                                           | 240.000                                              |
|                                                                                    | Crédit de l'accord du 19 septembre 1917.. | 37.500.000 fr.                                            | 47.625.000                                           |
|                                                                                    | Crédit de l'accord du 29 décembre 1917..  | 100.000.000 fr.                                           | 127.000.000                                          |
| TOTAUX.....                                                                        |                                           | 15.471.197.000                                            | 812.273.800                                          |

Le tableau ci-dessus, publié par le ministère des finances, donne la situation de la dette flottante extérieure au 31 décembre 1918, au moment de sa dernière phase concernant les opérations effectuées pendant la guerre. Il y a lieu ici de signaler une divergence de classification. Le tableau relatif à la dette extérieure, fait rentrer dans la dette flottante les catégories précédemment énumérées, tandis que les tableaux relatifs au mouvement de la dette publique excluent de la dette flottante, les Bons remis à la Trésorerie britannique et les Bons remis à la Banque d'Angleterre par la Banque de France, parce que ces derniers, remboursables à la fin des hostilités et qui durant la guerre devaient figurer dans la dette à terme, après l'armistice étaient devenus exigibles et sont passés à la dette flottante. Il y a lieu de les considérer comme faisant partie actuellement de la dette flottante.

Afin de suivre le développement des opérations à court terme à l'étranger durant les hostilités, il suffit de se reporter au mouvement de la dette publique concernant cette période, qui indique l'importance de la progression de la dette flottante totale, et le rapport entre la dette intérieure et extérieure. Dans ce tableau ne sont pas comprises les avances des Banques de France et d'Algérie, bien qu'elles fassent partie de la dette flottante, mais leur situation tellement importante à la fin de la guerre, leur donne droit à une place séparée et d'ailleurs les conditions d'exigibilité de ces créances ne sont pas celles de la dette flottante ordinaire.

#### **Danger de la dette flottante.**

L'accumulation d'une dette flottante aussi considérable, ne laissait pas d'inquiéter au lendemain de la guerre, et on a reproché à M. Ribot le développement qu'elle avait pris, en particulier par l'émission des Bons de la Défense Nationale.

MOUVEMENT DE LA DETTE FLOTTANTE INTÉRIEURE ET EXTÉRIEURE  
(en milliers de francs)

| DÉSIGNATION DES<br>NATURES DE DETTE                            | 31 juillet 1914 au<br>31 juillet 1916 | 31 juillet 1916 au<br>30 septembre 1916 | 30 septembre 1916 au<br>31 janvier 1917 | 31 janvier 1917 au<br>30 avril 1917 | 30 avril 1917 au<br>31 juillet 1917 | 31 juillet 1917 au<br>31 octobre 1917 | 31 octobre 1917 au<br>31 août 1918 |
|----------------------------------------------------------------|---------------------------------------|-----------------------------------------|-----------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------|------------------------------------|
|                                                                | DIFFÉRENCES                           | DIFFÉRENCES                             | DIFFÉRENCES                             | DIFFÉRENCES                         | DIFFÉRENCES                         | DIFFÉRENCES                           | DIFFÉRENCES                        |
|                                                                | En plus<br>En moins                   | En plus<br>En moins                     | En plus<br>En moins                     | En plus<br>En moins                 | En plus<br>En moins                 | En plus<br>En moins                   | En plus<br>En moins                |
| Bons remis à la Trésorerie britannique....                     | 1.407.276                             | 517.810                                 | 1.783.482                               | 4.587.599                           | 840.746                             | 965.296                               | 3.383.478                          |
| Bons remis à la Banque d'Angleterre par la Banque de France... | 605.280                               | 734.380                                 | 451.320                                 | 100.880                             | 201.760                             | »                                     | »                                  |
| Bons à l'Etranger.....                                         | 302.640                               | »                                       | 50.440                                  | »                                   | »                                   | »                                     | 47.656                             |
| Bons de la Défense Nationale.....                              | 43.166.550                            | 1.915.604                               | 1.653.074                               | 2.967.556                           | 3.230.298                           | 2.324.473                             | 3.914.252                          |
| Bons ordinaires.....                                           | »                                     | »                                       | »                                       | »                                   | »                                   | »                                     | 642.588                            |
| Avances sur titres américains.....                             | »                                     | »                                       | »                                       | 63.714                              | »                                   | »                                     | »                                  |
| Bons émis au Japon...                                          | »                                     | »                                       | »                                       | »                                   | 22.944                              | 44.760                                | »                                  |
| TOTAL.....                                                     | 15.481.746                            | 3.163.394                               | 4.334.802                               | 4.719.749                           | 4.236.748                           | 3.334.529                             | 7.940.348                          |
|                                                                | En plus : 15.087.226                  | En plus : 3.163.394                     | En plus : 234.288                       | En plus : 4.705.561                 | En plus : 4.236.748                 | En plus : 3.270.815                   | En plus : 7.892.662                |
|                                                                |                                       |                                         |                                         |                                     |                                     |                                       | 47.656                             |



Dans son discours du 30 mai 1919, au Sénat (1), il répondait sur cette question : « On y a fait allusion (examen de la gestion des finances pendant la guerre) ici d'une façon discrète. Mais on répète au dehors que les embarras actuels de la Trésorerie sont dus à ce que nous n'avions pas su faire assez d'emprunts, à ce que nous avons systématiquement préféré les émissions de Bons et le recours aux avances de la Banque de France, qui étaient plus faciles et coûtaient moins au Trésor. » Après avoir considéré les difficultés de l'époque, il admettait que les Bons de la Défense Nationale depuis 1915 avaient eu un trop grand succès : « Je commence à m'inquiéter de la responsabilité que j'ai assumée en les créant, lorsque je les vois atteindre aujourd'hui le chiffre énorme de 30 milliards. Les Bons de la Défense Nationale à ce moment là ne représentaient qu'un chiffre de 4.336 millions, si je ne me trompe. Comment voulez vous que dans ces conditions là, nous puissions faire un de ces grands emprunts, comme ceux que nous avons fait depuis ? eût-il été politique de débiter par un emprunt qui n'aurait pas été un succès éclatant ? »

A côté du danger considérable pour l'Etat de l'exigibilité presque immédiate de sommes aussi importantes, il en existe un autre moins apparent mais qui peut être aussi grave. Le capital extrait de la circulation par l'emprunt à court terme est celui qui serait normalement destiné aux besoins courants du commerce et de l'industrie, ce sont les fonds de roulement. Leur accaparement réalisé au moyen des avantages accordés par l'Etat peut amener une crise, au moment où il est nécessaire de recourir davantage au crédit. L'émission en grande quantité de billets de banque, hors de proportion avec les besoins du commerce, a pu remédier en partie à ce danger, mais cette émission dangereuse elle-même devra s'arrêter et se restreindre.

---

(1) J. O., Sénat, Débats, page 839.

### **Pratique de l'emprunt forcé au moyen des Bons du Trésor.**

Avant de terminer l'étude de l'emprunt à court terme alimentant la dette flottante, il est nécessaire de rappeler que c'est au moyen des Bons du Trésor que le Gouvernement, au début de la guerre, a pratiqué l'emprunt forcé pour le paiement des réquisitions.

En vertu de l'article 27 de la loi du 3 juillet 1877, le paiement des réquisitions militaires en temps de guerre peut être fait en Bons du Trésor portant intérêt à 5 % du jour de la livraison.

Le Gouvernement a compris d'ailleurs qu'il ne convenait pas d'abuser de ce moyen de paiement qui pouvait porter le plus grave préjudice, notamment à l'agriculture; en ce qui concerne les chevaux, mules, mulets et voitures, on doit distinguer trois périodes : pendant la première, on appliqua simplement la loi de 1877, mais dès le 21 août 1914, on paya moitié en bons, moitié en espèces; enfin, le décret du 11 novembre ordonna de payer intégralement et au comptant. Pour les voitures automobiles, c'est le décret du 6 novembre 1914 qui fixa le paiement au comptant.

D'une façon générale, à partir du mois de janvier 1915, tout paiement en bons a été abandonné et désormais les réquisitions ont dû être intégralement payées en numéraire et en une seule fois.

#### **Les obligations de la Défense nationale.**

##### **Modalités, avantages et résultats de cette émission.**

Bien que ce chapitre soit consacré aux emprunts à court terme, nous y ferons entrer des opérations à terme, secondaires en France, dont les résultats ne font point partie de la dette flottante, mais qui ne peuvent être considérées comme

rentrant dans la catégorie des grands emprunts de consolidation.

Devant le succès croissant des Bons de la Défense nationale, le Gouvernement inquiet des proportions de l'émission, dès le début de 1915, se préoccupa du moyen de reculer l'échéance d'une partie de sa dette. Un grand emprunt perpétuel aurait été peut-être une meilleure solution, mais on préféra l'émission de valeurs à terme permettant à la fois d'absorber une partie des bons et d'offrir au public un placement plus stable. On avait d'ailleurs l'espoir à cette époque qu'en opérant ainsi sur une courte durée, la liquidation, la paix survenue, s'opérerait à meilleur compte.

La loi du 10 février 1915 autorisa l'émission d'obligations de la Défense nationale décennales. Le rapport de M. Métin à la Chambre indique les buts de l'opération : d'abord, garantir à l'Etat des ressources à plus long terme, ensuite offrir un marché plus stable à l'épargne en lui permettant un placement de plus longue durée, enfin dégager le marché des titres flottants de l'emprunt 3 1/2 % amortissable, en admettant en paiement des souscriptions, au prix de 91 francs, les certificats libérés de cet emprunt. C'est ainsi une « véritable opération de trésorerie prolongée » en ce sens qu'elle avait pour objet de faire rentrer au Trésor les sommes qui lui étaient dues tout en lui procurant par une émission élargie des ressources nouvelles à échéances moins rapprochées et moins répétées. On satisfaisait en même temps le désir des souscripteurs, qui trouvaient trop courte la durée du placement des bons : « Les obligations à court terme sont habituellement remboursables dans un délai qui n'exécède pas six années; dans les circonstances présentes, le Gouvernement a cru devoir proposer comme terme extrême l'année 1925, en sorte que les premières obligations émises dès maintenant pourraient être décennaires.

« Il ne s'agissait, en l'espèce, que d'un délai maximum, dans

les limites duquel le ministre des finances aurait la faculté de procéder à des émissions à des termes plus rapprochés et variables, suivant qu'il serait amené à reconnaître que les préférences du public iraient plus volontiers à telle ou telle durée de placement et que les intérêts du Trésor et l'état du marché appelleraient telle d'entre elles plutôt que telle autre. A ce point de vue, le procédé proposé par le Gouvernement serait souple et conçu pour se prêter aux inclinations du crédit.

« Pour les raisons qui ont été indiquées plus haut, le souscripteur doit avoir la certitude qu'il ne sera pas remboursé avant une certaine date, c'est la garantie que le Gouvernement britannique vient d'accorder pour assurer le succès d'une émission analogue à celle qui nous est proposée.

« Toutefois le Gouvernement, d'après les déclarations du ministre des finances à la Commission, pourra se réserver une certaine marge pour l'exercice de la faculté de remboursement ; ici encore nous pouvons adapter à notre pays la méthode que vient de choisir le Royaume-Uni.

« Etabli sur ces bases, le projet qui vous a été soumis peut être caractérisé par ce fait qu'il ne fixe pas de maximum pour les émissions et qu'il prévoit l'exemption fiscale des obligations nouvelles. »

Il est certain que l'intérêt de l'Etat était d'aboutir à une émission aussi vaste que possible, limitée simplement, d'après les circonstances, par le ministre des finances, sans devoir dépasser toutefois les besoins temporaires, créés par l'insuffisance des ressources, due à l'état de guerre.

Le décret et l'arrêté du 13 février 1915 ont exactement fixé les avantages exposés dans le rapport de M. Métin.

L'intérêt était fixé à 5 %, calculé sur le capital nominal, et payable par fractions égales et d'avance les 16 février et 16 août de chaque année. Le prix d'émission était de 96 fr. 50, sous déduction des intérêts correspondants au semestre en cours lors de la souscription. Le taux d'intérêt véritable

dépassait 5 1/2 % et pouvait atteindre 6 % dans l'hypothèse où le remboursement au pair aurait lieu en 1920; il était donc supérieur à celui des bons et il y avait quelque avantage à demander la conversion; quant à la rente 3 1/2 %, l'avantage était certain et plus appréciable, aussi une grande partie de ce fonds fut-elle apportée à l'échange. Pour le reste, à peu de chose près, les obligations avaient les mêmes avantages que les bons, c'est-à-dire, faculté d'échange contre les titres d'emprunts d'Etat émis avant le 1<sup>er</sup> janvier 1918 au prix d'émission de 96 fr. 50.

L'émission était permanente; à côté des avantages de ce placement continu, du même genre que celui usité en Angleterre en 1917, on doit noter l'inconvénient grave qu'il entraîne nécessairement avec lui; ces titres ne pouvaient être admis à la cote, et le porteur ne peut s'en défaire facilement, tant qu'il est possible à quiconque de se les procurer à prix fixe et sans frais aux guichets du Trésor (l'émission fut suspendue à l'occasion des grands emprunts).

Le placement manquait de souplesse, il ne convenait certainement pas au public français: le montant des souscriptions s'en est ressenti.

Un second type d'obligations, quinquennales, fut créé par le décret du 9 février 1917, remboursables à 102 fr. 50 au bout de cinq ans, soit à la volonté du preneur au pair à la fin de la première année, ou à toute échéance semestrielle ultérieure.

L'admission de ces deux types d'obligations aux souscriptions des divers emprunts et leur suspension pendant la durée de l'émission de ces derniers ont contribué à limiter leur développement.

Les obligations apportées en souscription aux emprunts de 1915, 1916, 1917, 1918, se sont élevées respectivement à 3.316.883.000, 956.272.000, 449.491.000, 1.404.446.000, soit au total 6.127.112.000 fr.



Au 15 novembre 1917, elles ne s'élevaient qu'à 672 millions 378.000 fr., après avoir atteint presque le quatrième milliard en novembre 1915 avant le premier emprunt 5 %; cela indique qu'elles n'étaient pas l'émission attendue du public qui s'est empressé de les convertir.

TABLEAU COMPARATIF

|                           | Situation en<br>Capital au<br>31 décem. 1917 | Charges<br>annuelles au<br>31 décem. 1917 | Situation en<br>Capital au<br>31 décem. 19 8 | Charges<br>annuelles au<br>31 décem. 1918 |
|---------------------------|----------------------------------------------|-------------------------------------------|----------------------------------------------|-------------------------------------------|
| Obligations quinquennales | 164.276.400                                  | 8.213.800                                 | 305.431.200                                  | 15.271.500                                |
| » décennales ..           | 356.716.300                                  | 17.835.800                                | 443.606.900                                  | 22.180.300                                |

L'on a noté le concours de la Banque de France pour le placement des bons, voici les mêmes renseignements concernant les obligations de la Défense Nationale :

MONTANT DES OBLIGATIONS SOUSCRITES PAR L'INTERMÉDIAIRE  
DE LA BANQUE DE FRANCE

|                  | 1915        | 1916               | 1917       | 1918               |
|------------------|-------------|--------------------|------------|--------------------|
| Paris.....       | 249.601.600 | 129.500.300<br>(1) | 74.858.500 | 361.925.100<br>(2) |
| Succursales .... | 310.723.300 |                    |            |                    |
| Total.....       | 560.324.900 | 129.500.300        | 74.858.500 | 361.925.100        |

(1) L'émission a été suspendue pendant 6 mois.

(2) y compris 335.925.100 d'obligations remises en échange des titres neutres prêtés à l'Etat.

*Le total des obligations placées par la Banque depuis le début de la guerre est de 1.034.242.800.*

**L'Emprunt Franco-Anglais aux Etats-Unis.  
Avances du Consortium  
des Banques et de la Trésorerie Américains.**

L'emprunt à terme a pris un développement important à l'étranger ; par sa nature il convenait mieux que l'emprunt perpétuel, aux prêteurs étrangers.

Parmi ces opérations on doit mentionner d'abord, dans l'ordre chronologique, l'emprunt Franco-Anglais aux Etats-Unis; il était justifié par les mêmes raisons déjà citées au sujet du placement des bons du Trésor à l'étranger; M. Ribot exposait encore la nécessité des crédits à l'étranger, en ces termes, le 7 mai 1915 à la Chambre des députés : « Nous avons comme tous les pays qui sont en guerre, acheté beaucoup à l'étranger. Un certain nombre de nos usines ne peuvent pas travailler; d'autres qui pourraient nous fournir des matières premières, de l'acier notamment, sont au pouvoir de nos ennemis. Nous avons besoin pour l'armée des munitions, de chevaux, de vêtements; nous avons besoin de blé et de viande pour la population civile. Nous allons prendre tout cela à l'étranger et nous le faisons très largement, comme l'a fait l'Angleterre, comme l'ont fait tous les autres pays qui sont en lutte. Mais il ne suffit pas d'acheter, il faut payer... Mais dans les derniers temps, depuis deux ou trois mois, cela a nécessairement changé, parce que nous achetions beaucoup plus que nous ne pouvions exporter et qu'il fallait trouver le moyen de payer... Tous ces achats se font au comptant. Comme on se dispute les matières dont on a besoin, il n'est pas question de paiements à long terme; on exige le paiement immédiat. Il faut payer...

« Les Etats-Unis aujourd'hui sont devenus un grand marché où tout le monde s'approvisionne; leurs exportations, qui avaient faibli dans les premiers mois de la guerre, se sont relevées depuis le mois de décembre dans des proportions énormes. Ils ont exporté dans les derniers mois, d'après leurs statistiques, 600 millions de plus par mois qu'en temps ordinaire; et comme les importations aux Etats-Unis ont diminué d'une somme qu'ils évaluent à 5 millions de francs par mois, vous voyez que la balance est en leur faveur dans des proportions considérables.

« On peut évaluer à 700 ou 800 millions par mois la somme dont l'Europe s'endette vis-à-vis des Etats-Unis. »

La situation de l'Angleterre était à peu près semblable à celle de la France ; dans le seul premier semestre 1915 le déficit de la balance commerciale atteignait 1.530 millions, aussi le change de Londres sur New-York était-il tombé à 4,48 dollars par liv. st., soit un agio de 8,62 %, bien que les billets de la banque d'Angleterre fussent échangeables contre l'or. On envisagea comme remède successivement, de diminuer les achats à l'étranger, de faire des économies, d'accroître les exportations.

Le moyen le plus rapide, auquel on se décida, au mois de septembre 1916, fut de négocier un emprunt de 500 millions de dollars, soit deux milliards 1 1/2 de francs. Les motifs des deux gouvernements ressortaient, en Angleterre, du discours du chancelier de l'Echiquier et en France de l'exposé du rapporteur.

Le chancelier M. Mac Kenna déclarait à la Chambre des Communes que la vente aux Etats-Unis, des valeurs américaines de propriété anglaise et française, n'était plus suffisante pour maintenir les changes à leur niveau normal, et qu'il était nécessaire de recourir à un emprunt qui constituerait aux Etats-Unis les disponibilités nécessaires pour les paiements à y effectuer ; les achats dépassaient à la fin d'octobre, les ventes de titres de 50 millions de liv. st.

M. Aymond s'exprimait ainsi (1) : « Pour nous procurer les dollars nécessaires à des paiements qui augmentent chaque mois d'importance, nous nous trouvions dans des conditions moins favorables que l'Angleterre. Nos portefeuilles ne comprennent en effet qu'une proportion très faible de valeurs américaines. Nous vous avons rappelé comment M. Ribot s'était procuré en Angleterre, un crédit de 1.500 mil-

---

(1) D. P., Sénat, 1915, n° 339.

lions moyennant un envoi d'or de 500 millions à Londres. L'Angleterre se substituant ainsi à nous vis-à-vis des Etats-Unis jusqu'à concurrence de 1.500 millions de paiements.

« Ce crédit est devenu insuffisant et il aurait fallu entamer dans de grandes proportions l'encaisse de la Banque de France. Il fallait donc demander aux Etats-Unis de nous fournir eux-mêmes les dollars nécessaires pour effectuer chez eux nos paiements futurs et c'est pour cette raison que la France et l'Angleterre envoyèrent aux Etats-Unis une mission, dans le but de négocier un emprunt auprès des banques américaines.

« C'était une entreprise hardie et heureuse.

« Les événements qui se déroulent depuis quatorze mois, ont eu pour conséquence de faire affluer de nombreux milliards aux Etats-Unis, les pourparlers des commissaires Franco-Anglais, favorisés par un vif mouvement de l'opinion publique ont abouti à la formation d'un puissant syndicat qui se charge de l'émission de l'emprunt et le garantit. »

Selon M. Ettore Magni (1), on aurait pensé d'abord à un emprunt de 5 milliards, mais cette idée fut abandonnée; pour un début 500 millions de dollars furent jugés suffisants.

Vu la dépréciation de la liv. st., les banquiers américains avaient demandé que le total du montant de l'emprunt soit garanti par le dépôt, d'une valeur équivalente, en titres américains. Mais les délégués Franco-Anglais refusèrent de discuter cette proposition, étant donné, à cette époque, que la dépréciation de la monnaie, soit française, soit anglaise, sur le marché américain, provenait seulement de l'abondance des achats aux Etats-Unis, sans compensation équivalente d'exportations françaises et anglaises. Le crédit français et anglais, à lui seul, devait suffire largement à garantir l'emprunt, et les banquiers américains acceptèrent en exigeant

---

(1) FINANZA e VITTORIA, 1917. *Tipografia Cooperativa sociale*, Roma.

toutefois une réduction du prix d'émission, qui fut fixé à 98 francs pour le public et 96 francs pour le consortium des banques, ayant à sa tête M. Morgan.

Cet emprunt était remboursable en 1920, et portait un intérêt de 5 %, mais lors du remboursement les porteurs avaient le choix entre le rachat en espèces et la conversion en titres français et anglais par moitié. Les nouveaux titres seraient du type 4 1/2 % inconvertibles avant quinze ans et devant être amortis avant vingt-cinq ans. Pour apprécier le taux effectif de l'opération, en considérant le cas où tous les prêteurs demanderaient la conversion 4 1/2 %, le placement ressortirait à 5.17 %, si le remboursement était effectué en 1935 et à 4.96 1/4 %, si l'amortissement n'avait lieu qu'en 1945.

Le total de l'emprunt devait rester en Amérique pour servir à maintenir les changes au pair. Un communiqué officiel anglais du 5 octobre 1915 (1), s'exprimait ainsi : « Il n'est pas désirable que les personnes ou les sociétés demeurant dans le Royaume-Uni achètent des obligations de l'emprunt Franco-Anglais en Amérique, considérant que le motif principal de l'emprunt est de soutenir le change américain. Les possesseurs d'obligations de l'emprunt devront payer l'impôt sur le revenu anglais. La vente et l'achat de ces obligations seront prohibés dans les Bourses du Royaume-Uni. » A la même époque afin de faire maintenir de fortes balances à Londres, par les banquiers étrangers, le taux des Treasury bills fut relevé à 4 1/2 %, quelle que fût leur durée et fin octobre 1915 à 5 % pour ceux à 12 et 9 mois, à 4,78 %, pour ceux à six mois, à 4 3/4 %, pour ceux à trois mois. En outre, le 18 novembre, sur la proposition du chancelier de l'Echiquier, le Parlement votait la loi suivante : « Le Trésor pourra s'il le juge utile pendant la durée de la

---

(1) ETTORE MAGNI, *op. cit.*, p. 323.



présente guerre et pendant les douze mois qui suivront, émettre tous titres qu'il est autorisé à émettre, dans le but de se fournir de fonds ou contracter tout emprunt, avec la stipulation que ni le capital, ni l'intérêt correspondant ne sera soumis à quelque impôt que ce soit, présent ou futur, autant qu'il sera prouvé au moyen des formalités prescrites par le Trésor, que les titres sont la propriété de personnes, ni domiciliées, ni ordinairement résidentes dans le Royaume-Uni, et les titres émis avec cette stipulation, seront exempts en conséquence. »

La France adoptait le même principe : « En ce qui concerne l'exemption d'impôts présents ou futurs, le Gouvernement reste fidèle à la doctrine, que la Commission des finances et la Commission spéciale de l'impôt sur le revenu a toujours défendu. L'Angleterre elle-même a dû faire fléchir la rigidité de son système fiscal puisqu'elle le déclare exempt d'income tax. Enfin la clause par laquelle l'argent emprunté aux Etats-Unis restera aux Américains et servira exclusivement aux paiements à faire en Amérique se justifie par les considérations elles-mêmes qui nous ont amené à l'emprunt. C'est avant tout un arrangement commercial » (1).

Un nouvel emprunt de 100 millions de dollars en obligations 5 %, remboursables en 3 ans, fut émis aux Etats-Unis. Un consortium en fit l'avance au taux 7,50 %. Les conditions ressortent de la déclaration suivante de MM. I. P. Morgan et C<sup>o</sup> Brown Shipley et C<sup>o</sup> : « Un syndicat américain sera constitué sous le nom de « American, Foreign Securities Company » qui émettra pour 95.000.000 de dollars, pour une période de 3 années à 5 %. Ces bons seront garantis sur la base d'une marge de 20 % avec des obligations des Gouvernements d'Argentine, Suède, Norvège, Danemark, Suisse, Hollande, Egypte, Brésil, Espagne,

---

(1) D. P. Sénat, 1915, n<sup>o</sup> 339, in fine.

province de Québec, Cie du Canal de Suez et actions de Cies américaines. On pense que les bons eux-mêmes, seront cotés au stock exchange de New-York. »

Cet emprunt, a fourni au Trésor français 518 millions de francs net.

L'Etat est, en outre, devenu cessionnaire du montant des crédits ouverts aux Etats-Unis en faveur de certaines villes françaises, au moyen d'un emprunt dont l'émission fut préparée avec le concours du délégué de la Banque de France aux Etats-Unis.

Obligations quinquennales :

Ville de Paris, 50.000.000 de dollars à 6 %, soit pour le Trésor 248.000.000 francs net.

Villes de Lyon, Marseille et Bordeaux, 36.000.000 à 6 %, soit pour le Trésor 179.020.000 francs net.

Une opération portant sur 100 millions de dollars en avril 1917, au taux de 5.50 %, a produit 497.927.000 de francs et un crédit industriel de 50 millions de dollars au taux de 5.50 % a rapporté au Trésor 238.927.000 francs.

Un appoint important a été fourni par les avances de la Trésorerie américaine consenties au taux de 4 % par le Gouvernement des Etats-Unis. Le montant était évalué à raison de 210 millions de dollars pour les mois de mai et juin 1917, et 160 millions de dollars pour les mois de juillet à décembre 1917; mais au début de 1918, en exécution d'un arrangement passé avec la Trésorerie fédérale en vue de l'approvisionnement de l'armée américaine en monnaie française, les provisions nécessaires ont été fournies par le Trésor français contre versement de la contre-valeur en dollars à un change fixé d'accord entre les parties au crédit du Gouvernement français à New-York.

Les versements ainsi faits à l'armée américaine, sur l'ordre de Washington, se sont élevés fin janvier 1918 à environ 5.600.000 millions de francs et les avances demandées à la

Trésorerie fédérale se sont, par suite, trouvées sensiblement réduites en 1918 et n'ont représenté qu'une somme de 1.785.000.000 de dollars environ, soit 4.636 millions de francs, contre 5.853 millions pour les trois derniers mois de l'année précédente. Ensuite les cessions de francs ont sensiblement décru de sorte que les avances s'élevaient au 31 décembre 1918, à 12.000.900.000 francs.

Une dernière opération extérieure est à citer, l'emprunt de 50 millions de yens contracté au Japon et représentant 147.500.000 fr. au 31 décembre 1918.

TABLEAU DE LA DETTE A TERME EXTÉRIEURE AU 31 DÉCEMBRE 1918  
AVEC LES CHARGES ANNUELLES QUI EN RÉSULTENT

| DÉSIGNATION<br>DES NATURES DE DETTES                                     | Situat. présumée<br>en capital au<br>31 décem. 1918 | Charges annuel.<br>présumées au<br>31 décem. 1918 |
|--------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|---------------------------------------------------|
|                                                                          | francs                                              | francs                                            |
| Avances de la Trésorerie amér. 2.180.000.000 dol.                        | 12.000.900.000                                      | 522.700.000                                       |
| Emprunt ang.-fran. aux E.-U. 250.000.000 —                               | 1.376.250.000                                       | 68.919.000                                        |
| Avances du Consortium des<br>Banques des Etats-Unis.... 100.000.000 —    | 550.500.000                                         | 39.911.000                                        |
| Emprunt de la Ville de Paris<br>aux Etats-Unis..... 50.000.000 —         | 275.250.000                                         | 16.515.000                                        |
| Emprunt des villes Lyon, Bor-<br>deaux, Marseille aux E.-U. 36.000.500 — | 201.600.000                                         | 15.812.000                                        |
| Emprunt d'avril 1917 aux E.-U. 100.000.000 —                             | 575.000.000                                         | „                                                 |
| Emprunt au Japon..... 50.000.000 yens                                    | 147.500.000                                         | 8.850.000                                         |
| Totaux.. ..                                                              | 15 127.000.000                                      | 684.803.000                                       |

## II. — ITALIE

### Emissions de Bons du Trésor. — Modalités et résultats Mesures de consolidation.

L'Italie, après la France et l'Angleterre, s'est engagée dans la voie des emprunts à court terme, afin d'éviter l'émission périodique trop rapprochée de grands emprunts de guerre, dont l'inconvénient est manifeste. Durant la guerre lybique

le Gouvernement avait un peu abusé de ce moyen, aussi au début de la dernière guerre, il usa très peu de ce procédé de trésorerie, malgré les suggestions des techniciens et l'exemple des autres Etats belligérants.

Lorsqu'elle s'est décidée à employer les Bons du Trésor, elle a usé de ce moyen, d'abord à l'intérieur, ensuite à l'étranger pour y créer les crédits dont elle avait besoin.

Durant l'exercice 1914, la limite maxima des Bons du Trésor ordinaires fut fixé par la loi du budget à 450 millions, mais la circulation effective ne passa que de 379 millions 984.000 lire, au 30 juin 1914, à 401 millions 210.000 à la fin de l'exercice avec une augmentation de 21.226 millions de lire. Une autre opération concernant la dette flottante eut lieu en vertu du décret du 19 septembre 1915, n° 1.394, augmentant de 100 millions, l'autorisation d'émettre les Bons ordinaires du Trésor, augmentation justifiée par l'élargissement du mouvement des entrées et sorties du budget. Un autre décret de la même date n° 1.436 autorisait l'émission de bons à cinq ans 4 % pour 100 millions, pour faire rentrer la caisse du Trésor dans ses avances sur les dépenses concernant les chemins de fer.

Le placement de ces titres à un prix sensiblement inférieur au nominal, fut accueilli favorablement, par suite de l'échéance à délai relativement court qui évite la dépression des cours malgré les variations du marché.

Une catégorie de bons spéciaux fut créée jusqu'à concurrence de 300 millions par le décret du 18 octobre 1915, n° 1.498, à céder aux fournisseurs de l'armée et de la marine, conformément aux accords conclus avec eux pour le paiement partiel ou total de leur marché. L'accord intervenu ici entre les parties constitue la différence de ce mode de paiement, d'avec celui usité au début de la guerre en France pour acquitter les réquisitions. Le décret qui les a créés ne fixe ni la date d'échéance ni l'intérêt.

D'après M. Riccardo Bachi (1) on peut avoir quelques doutes sur la convenance de cette forme spéciale d'opération de crédit, d'une importance relativement faible, mais qui devait plus tard contribuer pour sa part à la hausse des prix, et dont les avantages étaient illusoires, car la plupart de ces titres devait venir se rassembler dans le portefeuille des banques d'émission et provoquer par leur escompte une augmentation de la circulation des billets, tout comme si l'opération avait été faite par l'Etat directement sur les avances des banques.

Les premières émissions importantes de Bons du Trésor commencèrent en 1916; deux catégories furent autorisées par un décret du lieutenant général du Royaume du 5 mai 1916.

1° Bons ordinaires du Trésor au porteur à échéance de 6 à 12 mois, et ensuite à partir du 1<sup>er</sup> juillet 1916 à échéance au choix de l'acquéreur de 3 à 12 mois. Les intérêts étaient payables d'avance et l'autorisation d'émission était donnée jusqu'à concurrence de 650 millions de lire.

2° Bons du Trésor à trois et cinq ans. (créés par décret royal du 5 mai 1916, n° 505) au taux de 98.50 pour les bons quinquennaux et au pair pour les bons triennaux.

La prime de remboursement des bons quinquennaux a pour but d'encourager les souscripteurs à s'engager pour une plus longue durée et en outre, l'intérêt s'élève à 5,37 %. Par Décret du 24 décembre 1916 une prime de remboursement de 0,75 % fut également accordée aux souscripteurs des bons triennaux qui portaient un intérêt annuel de 5,25 %.

---

(1) *L'Italia economica*, nel 1915, *op. cit.*, p. 285.



TABLEAU DES BONS OFFERTS AU PUBLIC EN DÉCEMBRE 1916  
ET REVENU CORRESPONDANT, COMPTE TENU DES PRIMES DE REMBOURSEMENT

| Durée     | Prix d'émission | Prix de Remboursem. à l'échéance | Prime de Remboursem. | Intérêt annuel | Intérêt annuel plus prime de Rembours. |
|-----------|-----------------|----------------------------------|----------------------|----------------|----------------------------------------|
| 5 ans..   | 98.50           | 100                              | 1.50                 | 5              | 5.82                                   |
| 3 ans..   | 99.25           | 100                              | 0.75                 | 5              | 5.29                                   |
| 9-12 mois | 100             | 100                              | »                    | 4.75           | 4.75                                   |
| 6-8 —     | 100             | 100                              | »                    | 4.50           | 4.50                                   |
| 3-5 —     | 100             | 100                              | »                    | 3              | 3                                      |

(1) Intérêt fixé par le Décret du Lieutenant Général du Royaume du 18 mai 1916, n° 568, modifiant le Décret du 4 mai 1885, n° 3074. Titre IX. Chap. III.

Dès leur création les bons à 3 et 5 ans offrirent les avantages suivants :

1° Facilité d'escompte jusqu'au montant du total de leur valeur nominale, auprès des établissements d'émission au taux de 4.50 % plus 0,12 centimes soit 4,62 %.

2° Convertibilité en titres des futurs emprunts émis par l'Etat 1917.

3° Convertibilité du nominatif au porteur et vice versa.

En vue de faire face aux besoins du Trésor l'émission des Bons ordinaires, du 26 décembre 1916 au 31 janvier 1917, bénéficia d'un intérêt plus élevé a raison de 4,50 % pour les bons à échéance de 6 à 8 mois et de 4,75 % pour ceux de 9 à 12 mois. En outre tous les Bons ordinaires du Trésor créés par le décret du 16 mai 1916 purent être convertis, jusqu'à concurrence du montant de leur valeur nominale déduction faite des intérêts non courus au jour du versement, en titres des emprunts qui pourraient être émis par l'Etat durant l'année 1917. Ainsi les avantages des bons à 3 et 5 ans étaient étendus aux bons ordinaires.

Les émissions se sont poursuivies assez régulièrement jusqu'à la fin des hostilités, sans grandes modifications, si

ce n'est une diminution de l'intérêt aux approches des grands emprunts, afin de ne pas nuire à ces opérations. On peut noter cependant une émission particulière de Bons du Trésor quinquennaux de 25 lire, rapportant 5 % destinés à absorber les fonds des classes moins favorisées et à les habituer aux titres d'Etat. Ces bons, assimilables aux War Savings Certificates Anglais, furent placés nets des intérêts courus en faveur de l'acheteur du jour d'achat au 1<sup>er</sup> avril 1919 date de l'échéance du 1<sup>er</sup> coupon. Au moment de l'émission (1<sup>er</sup> avril 1918) l'Etat avançait le montant de ce coupon, en calculant la diminution de l'intérêt sur la base lire 0.01 par trois jours.

Les Bons du Trésor de toutes sortes ont trouvé un placement facile en Italie. L'On. Boselli déclarait à la Chambre des députés, le 5 décembre 1916 : « Les Bons du Trésor, source quotidienne et continue au moyen desquels l'épargne satisfait aux nécessités de la Patrie dépassaient le 30 novembre la somme de 4 milliards 290 millions. » Au 30 juin 1918, les bons ordinaires et pour fournitures militaires constituaient un total de 7.508,3 millions de lire et les bons à 3 et 5 ans 2.923,3 millions de lire.

On a signalé, en étudiant la situation de la France, les dangers de l'accumulation d'une dette flottante considérable. En ce qui concerne les Bons du Trésor italien, il y a lieu de noter plusieurs mesures usitées en Italie pour éloigner leur échéance. Au mois d'août 1918 une prime d'un demi pour cent de la valeur nominale des bons quinquennaux émis durant cette période, fut délivrée sur leur souscription contre versement de bons triennaux venant à échéance au commencement du mois.

En vue de faciliter la transformation des bons ordinaires en bons à 3 et 5 ans, un décret de 1918 décida que l'évaluation des Bons du Trésor ordinaires aliénés antérieurement au décret, qui pouvaient être acceptés en versement

pour l'achat de bons à 3 et 5 ans, serait faite pour chaque 100 lire de capital nominal comme ci-après :

Pour l'achat des bons triennaux : Lire 100,50 s'ils étaient versés pas plus d'un mois avant l'échéance, Lire 100 plus d'un mois et moins de deux mois avant l'échéance, et enfin 95,70 prix applicable au cas où les bons seraient versés en paiement onze mois avant l'échéance.

Pour l'achat des bons quinquennaux les avantages étaient plus élevés et les évaluations étaient respectivement les suivantes ; 100,90 — 100,60 — 100,25..... 96.15, pour les mêmes échéances que ci-dessus.

Enfin, un décret du 15 mai 1919 accordait un bénéfice de 0.10 centimes par lire de capital nominal pour les bons ordinaires à neuf mois au moins d'échéance, renouvelés pour une durée au moins égale. Ce même décret accordait un bénéfice de 0.75 % en plus de la remise habituelle leur revenant, aux acheteurs de bons à cinq ans lorsque le prix en était acquitté avec des bons ordinaires de neuf mois à un an. On pouvait pour cette opération utiliser les bons ordinaires dans le trimestre antérieur à leur échéance moyennant un escompte de 5 %.

Le directeur de la Banque d'Italie, M. Bonaldo Stringher, s'exprime ainsi au sujet de l'augmentation constatée dans l'émission des Bons du Trésor qui passait du 31 octobre 1918 au 31 mai 1919 de 12.354.000.000 à 20.303.500.000 lire, soit une différence de plus de 7.949.500.000 lire.

« Aucun emprunt de guerre italien n'a jamais autant rapporté. Celui de 1918, qui nous fut le plus profitable, nous apporta 3.587 millions d'argent frais seulement.

« Une augmentation aussi forte dans l'émission des bons mérite d'autant plus d'être relevée que son développement depuis janvier est dû exclusivement à un afflux spontané d'argent provenant des particuliers. Le Trésor s'est abstenu de toute demande aux banques d'émission pour leur faire

prendre de nouveaux bons et faire face ainsi aux besoins de la caisse. Il a, au contraire, décidé de procéder au règlement des bons que ces derniers temps les banques d'émission avaient acquis, non pas pour les faire servir au placement normal de leurs ressources disponibles, mais pour accéder aux instances de l'Etat en émettant, comme contre-partie, des billets qui enflent artificiellement la circulation dite pour le compte du commerce, déplacent les proportions de l'encaisse et engendrent une situation à l'actif et au passif peu conforme aux dispositions de la législation fondamentale des banques privilégiées... La transformation des bons ordinaires en bons de cinq années s'accomplit avec des résultats assez satisfaisants. Il est hors de doute qu'en y apportant des facilités, les porteurs de bons de toute sorte seront heureux de les utiliser pour souscrire au nouvel emprunt, lorsque le moment sera venu de le lancer au plus grand profit de l'Etat. En attendant, le Trésor fait son profit de cette forme de dette moins onéreuse et que le public accepte avec faveur, pour faire face aux énormes dépenses de la guerre, sans troubler par des émissions excessives la circulation monétaire et accroître le poids que la masse des billets d'Etat et des banques fait porter à l'économie générale du pays. » (1)

**Emprunts extérieurs sous forme de Bons spéciaux et avances de la Trésorerie américaine.**

Tous les emprunts contractés à l'extérieur par l'Italie, sauf les avances de la Trésorerie américaine, l'ont été au moyen des bons spéciaux, en valeurs étrangères. Ils ont eu pour but soit de diminuer le poids des dépenses de guerre, sur le capital national, soit comme en France et en Angleterre de soutenir les changes.

---

(1) Banque d'Italie. *La circulation fiduciaire et le marché monétaire en Italie pendant la guerre*. Roma 1920. Imprimerie editrice Romana.

Au lieu de placer à l'étranger des titres consolidés ou à long terme, à des conditions onéreuses, liant le pays sur la base d'une situation momentanément difficile, titres dont le placement n'était d'ailleurs point certain, on préféra recourir à des bons spéciaux libellés en valeurs étrangères, d'abord à échéance de 3 à 12 mois et ensuite supérieure à un an, escomptées sur les places étrangères. (Décret L. des 13 juin 1915, n° 865 et 19 septembre 1915, n° 1394.) La caractéristique la plus importante est qu'il n'y a pas de taux d'intérêt mais d'escompte, par suite le placement s'adapte mieux aux conditions du marché financier et il peut suivre ses variations. Il en résulte un avantage particulièrement cher aux italiens : les conditions de négociation et notamment le taux de l'intérêt demeurent secrètes, ce qui peut être utile pour le crédit de l'Etat lorsque l'on est réduit à concéder des avantages trop élevés.

L'escompte de ces sortes de lettres de change se traduisait dans l'ouverture au profit du Trésor, de crédits près des banques étrangères, en vue des paiements à effectuer pour le compte de l'Etat.

Une partie des bons fut négociée en Angleterre et l'autre aux Etats-Unis.

Une opération légèrement différente, fut le placement de bons 6 % émis aux Etats-Unis, à la suite de l'accord entre la maison Lee Higginson Company e guarrantee Trust C. de New-York avec le trésor italien en octobre 1915. La caractéristique de cette opération, du montant de 25 millions de dollars, fut comme pour l'emprunt franco-anglais l'engagement d'en dépenser le produit aux Etats-Unis et la facilité de convertir ces obligations d'un an 6 % en obligations décennales 5,50 %.

D'après l'exposé financier de M. Nitti, à la date du 31 octobre 1918, la dette envers la Grande-Bretagne et les Etats-Unis s'élevait à 13.851 millions de lire or sur la base



du pair. Au 31 mai 1919 cette dette s'élevait à 19 milliards 8.160.460 lire ainsi réparties : (1)

|                              | 31 octobre 1918       | 31 mai 1919           | Différence           |
|------------------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|
| Dette envers l'Angleterre... | 8.982.224.400         | 10.676.130.400        | 1.693.906.000        |
| — — les Etats-Unis.          | 4.869 400.000         | 8.332.030.000         | 3.462.630.000        |
|                              | <u>13.851.424.400</u> | <u>19.008.160.400</u> | <u>5.156.536.000</u> |

a) NOTA.— La dette extérieure est un peu supérieure à ce chiffre, le principal appoint sera donné par le compte de compensation entre le Trésor italien et le ministère des finances français. Il y a ensuite un stock de liv. st. en Bons du Trésor, qui ont été cédés pour sauvegarder la tenue du change, grâce à des opérations de banque. On peut évaluer la dette réelle du Trésor à l'étranger à près de 19 milliards 1/2 fin mai 1919.

Devant cette dette extérieure, à brève échéance, considérable proportionnellement aux moyens du pays, le directeur de la banque d'Italie conserve une opinion optimiste.

« Sur les 19 milliards de lire or que l'Italie doit aux Gouvernements de Londres et de Washington, le montant des intérêts accumulés s'élève à près d'un milliard et demi de lire or.

« Le montant des sommes utilisées et dont le Trésor a profité de juin 1915 à juin 1920, se réduit à 17 milliards et demi.

« Or, à première vue, l'augmentation considérable de notre dette à l'étranger depuis le mois d'octobre dernier peut faire impression, il s'agit en effet d'un accroissement de 5 milliards 126 millions de lire or.... Il y a un fait plus important encore qui mérite d'être relevé. Avec le crédit que le Trésor obtint de l'Angleterre et mené à bonne fin dans le mois de février dernier, on a dû rembourser aux administrations britanniques des sommes considérables pour des engagements qu'on avait précédemment contractés et pour la plupart desquels on ignorait l'entité à cause de son origine un peu confuse... Au fond, il est bon de le faire remarquer, c'est aux administrations d'après guerre qu'incombera

---

(1) *Banque d'Italie, op. cit.*, p. 84.

la tâche de supporter le poids de toutes ces liquidations du passé. On ne peut pas dire du reste qu'on n'ait pas usé largement de la dette publique à l'étranger.

« Maintenant il sera nécessaire de pourvoir à part à la régularisation de la dette extérieure qui dépassera certainement les 20 milliards. On compte que, pour un certain temps, les deux grands pays créditeurs ne prétendront pas obtenir des Etats débiteurs le paiement des intérêts, tandis qu'on devrait mettre en contre-partie du capital, sous une forme quelconque, directement ou indirectement, les réparations que les puissances ennemies devront nous liquider. Tous nos efforts doivent viser à ce but afin de ne pas accentuer exagérément le déficit de notre balance des paiements de l'Italie envers l'étranger. Cependant il ne faut pas oublier que si la dette extérieure n'était pas entièrement éliminée, ou si elle n'était pas convenablement diminuée au moyen des compensations sus indiquées, son poids pèserait lourdement pendant plusieurs années sur la vie économique et financière du pays. » (1)

SITUATION DE LA DETTE FLOTTANTE ET A COURT TERME  
DE L'ITALIE

(en millions et centaines de mille lire)

|                                                        | 30 juin |       |         |          |          |          | 30<br>septemb. |
|--------------------------------------------------------|---------|-------|---------|----------|----------|----------|----------------|
|                                                        | 1914    | 1915  | 1916    | 1917     | 1918     | 1919     | 1919           |
| Bons du Trésor à plusieurs années .....                | »       | »     | 460.1   | 1.863.2  | 2.554.9  | 5.867.0  | 6.501.3        |
| Bons spéciaux pour l'étranger.....                     | »       | »     | 2.275.5 | 4.785.2  | 8.403.8  | 11.148.5 | 11.148.5       |
| Ouverture de Crédits sur la Trésorerie américaine..... | »       | »     | »       | 518.0    | 3.367.0  | 8.031.6  | 8.292.0        |
| Bons du Trésor ordin.                                  | 380.0   | 401.2 | 735.3   | 3.124.0  | 7.508.3  | 11.475.1 | 15.587.0       |
| » sur fournit. mil.                                    | »       | »     | 50.9    | 608.9    |          |          |                |
| Total .....                                            | 380.0   | 401.2 | 3.521.8 | 19.899.3 | 21.534.0 | 39.522.2 | 41.528.8       |

(1) Banque d'Italie, op. cit., p. 85.

### III. — ANGLETERRE

#### **Importance des émissions de Treasury Bills en Angleterre.**

#### **Méthode de placement.**

#### **Discussion sur le danger de la Dette flottante.**

Tandis que la situation de la France ne permettait point dès l'ouverture des hostilités de faire largement appel au crédit public, même sous la forme d'emprunt à très court terme, et que l'Italie n'y recourait que tardivement, les ressources immédiates de la Grande-Bretagne aux premiers jours de la guerre furent tirées des Treasury Bills. Dans l'intervalle des grands emprunts, dont le brillant succès ne pouvait se renouveler, sinon dans un délai assez éloigné, l'emprunt à court terme tel que l'a pratiqué sous différentes formes le Gouvernement anglais, pourrait presque à lui seul permettre de caractériser la politique financière britannique. La forme adoptée avait eu ses précédents, et durant la guerre Anglo-Boers, sur 3.841 millions d'emprunt, 1.665 furent recouvrés à l'aide d'émission de bons de l'Echiquier.

Le vote of crédit du 6 août 1914, donnait au Gouvernement représenté par M. Asquith, l'autorisation de se procurer 100 millions de liv.-st. par l'emprunt au mieux des intérêts du Trésor. Ce sont les Treasury Bills qui pour la plus grande partie ont fourni cette somme, soit 90 millions en 3 mois.

Les émissions eurent lieu à 6 mois pour la première, à 12 pour pour la deuxième et à 6 pour les suivantes, à des taux variables dont la moyenne était d'environ 3 1/2 %. Le taux des premiers bons émis est remarquable par son abaissement au-dessous de 3 %.

ÉMISSIONS ET CIRCULATION DES TREASURY BILLS EN 1914

| Dates<br>d'émission | Montant<br>nominal<br>demandé | Sommes<br>offertes   | Maximum<br>des sommes<br>offertes | Taux moyen<br>du<br>discount     | Echéances et dates<br>de<br>remboursement | Treasury Bills<br>en<br>circulation |
|---------------------|-------------------------------|----------------------|-----------------------------------|----------------------------------|-------------------------------------------|-------------------------------------|
| Année 1914          | Milliers de liv. st.          | Milliers de liv. st. | par 100 liv. st.<br>liv. st. S D  | par 100 liv. st.<br>liv. st. S D |                                           | Milliers de liv. st.                |
| 19 août.....        | 45.000                        | 42.115               | 98.1.8                            | 3.13 1/42                        | 6 mois<br>(22 Février 1915)               | 45.000                              |
| 26 août.....        | 45.000                        | 40.193               | 98.1.5 3/4                        | 3.45 6/09                        | 6 mois<br>(28 Février 1915)               | 30.000                              |
| 16 septembre...     | 7.500                         | 24.561               | 98.9.8                            | 2.18 6/55                        | 6 mois<br>(19 mars 1915)                  | 45.000                              |
| 16 septembre...     | 7.500                         | 22.187               | 96.4.11 1/2                       | 3.8 3/58                         | 12 mois<br>(19 septembre 1915)            | »                                   |
| 7 octobre .....     | 15.000                        | 30.493               | 98.3.1 1/4                        | 3.9 3/24                         | 6 mois<br>(10 avril 1915)                 | 60.000                              |
| 21 octobre.....     | 15.000                        | 43.162               | 98.1.6                            | 3.14 10/83                       | 6 mois<br>(24 avril 1915)                 | 75.000                              |
| 4 novembre ...      | 15.000                        | 26.633               | 98.2.10                           | 3.13 6/83                        | 6 mois<br>(7 mai 1915)                    | 90.000                              |

(JÉZE, *Les finances de guerre de l'Angleterre*, page 164, Giard et Bréte, 1915).

Le taux avantageux était dû au mode de placement par adjudication, avec attribution à l'enchérisseur qui faisait l'escompte le plus bas.

Pour l'exercice 1914-1915 les autres appels au crédit à courte échéance furent :

|                 |                                     |                     |
|-----------------|-------------------------------------|---------------------|
| 23 février 1915 | Treasury bills à 6 mois à 1.622 1/2 | 10.000.000 liv. st. |
| —               | — 12 mois à 2.851 ...               | 10.000.000 —        |
| —               | — non émis publiquement..           | 6.350.000 —         |
| 30 mars 1915    | — 6 mois à 2.3 11/42                | 15.000.000 —        |

Au début de l'exercice 1915-1916, le Trésor recourut à une émission de Treasury bills à six mois pour un montant de 15 millions qui furent placés à 3.10 % d'escompte le 6 avril 1915, et le 13 avril suivant 15 millions à six mois au taux de 3.144 %.

Le 14 avril 1915 le chancelier de l'Echiquier renonçait aux émissions périodiques pour un montant déterminé, et autorisait la Banque d'Angleterre à vendre sans limitation et chaque jour des Treasury bills à des taux pouvant varier et qui furent fixés pour le début à 2 3/4 % à trois mois, 3 5/8 % à six mois, 3 3/4 % à neuf mois.

Il faut observer dans la méthode de l'emprunt à court terme, une modification à la première orientation du début. D'abord moyen d'attente, les Treasury Bills sont devenus une ressource de plus en plus importante. A l'inverse des Gouvernements des autres pays, le Gouvernement anglais n'a pas paru s'inquiéter du développement de la dette flottante.

M. Jèze dit à ce sujet : « La raison en est que les disponibilités financières sur le marché à Londres sont extrêmement abondantes... Si le danger théorique est vraiment chimérique, la grande supériorité d'une émission continue, permanente de Treasury bills, est le taux très avantageux auquel le Trésor se procurera de l'argent; ce taux est plus



bas que celui qu'il faudrait consentir pour un War Loan de durée assez longue et même d'Exchèquers bonds...

« Ce n'est pas tout; l'émission d'un deuxième War Loan à des conditions plus onéreuses que celles obtenues par la première aurait un contre-coup certain, non seulement sur les consolidés, mais encore sur les cours des titres du premier War Loan. »

En 1916 cependant, le montant de la dette flottante en Treasury bills, préoccupa par son importance considérable, certains financiers anglais, notamment sir F. Banbury, qui déclarait que l'on était généralement d'accord pour penser que le montant à cette époque, soit 850 millions environ de liv. st., constituait une situation dangereuse. Le Chancelier de l'Echiquier répondit à ces critiques le 10 août 1916, en montrant d'abord la difficulté de se procurer quotidiennement une moyenne de 5 millions de liv. st. Toutefois on s'était efforcé de restreindre autant que possible les bons à très courte échéance. Ainsi, pendant les 4 mois compris entre le 1<sup>er</sup> avril et le 29 juillet 1916, le montant des bons en circulation avait grandi de 275 millions de liv. st., mais pendant ces 4 mois le chiffre des bons à 3 mois, ceux dont l'échéance est la plus rapide, avait diminué de 46 millions de liv. st., et les bons de moyenne durée de 6 à 9 mois avaient augmenté de 122 millions de liv. st., ce qui équivaut ensemble à une augmentation de 76 millions de liv. st. Or l'augmentation des bons à 12 mois, c'est-à-dire d'une assez grande stabilité avait été de 199 millions, soit les 5/7 de l'augmentation totale.

La question était donc de savoir, disait encore le Chancelier, « si nous nous en serions mieux tirés en ayant recours à un grand emprunt de longue durée. La réponse dépend entièrement de l'état du marché monétaire à un moment donné. Si l'on constatait autour de soi l'existence d'un échafaudage artificiel de crédit, si les ressources naturelles faisaient défaut, si l'argent manquait réellement, si par

exemple l'on pouvait craindre que les bons du Trésor d'un an de durée fussent présentés à l'escompte pour servir de base à des opérations de crédit sur crédit, il faudrait en effet et sans retard émettre un grand emprunt ».

#### **War Savings et War expenditures certificates.**

A côté des Bons du Trésor, on doit également mentionner deux catégories de titres, les « War savings certificates » et les « War expenditures certificates ». L'origine des premiers remonte à l'organisation du National War Savings Committee destiné à inciter les employés, les ouvriers et les classes moyennes d'Angleterre à réaliser des économies dont ils n'avaient point l'habitude (1). Les économies réalisées devaient être employées à l'achat, soit au comptant, soit par des versements d'un 1/2 shilling par semaine, de certificats d'économie de guerre dont le montant s'élevait à 15 sh.; les premiers étaient à deux ans d'échéance, puis les suivants à cinq ans. Si l'acheteur avait besoin d'argent il pouvait à toute époque se faire rembourser son certificat, et l'intérêt était calculé, augmentant d'année en année de sorte que s'il le conservait durant les cinq années après la création, le certificat était remboursable à raison de 1 liv. st.; l'intérêt servi s'élevait donc à 4 sh. 6 d. libre d'income-tax.

En 1919, une loi a donné aux porteurs la faculté de différer de cinq années la date du remboursement, qui se fera alors à raison de 26 sh. par certificat, l'intérêt étant toujours libre d'income-tax, avantage très appréciable si l'on songe à l'élévation des tarifs.

Le deuxième rapport annuel du War Savings Committee concernant 1917, montre que l'action du Comité s'était rapi-

---

(1) Cf. Sur le détail du fonctionnement G. Lachapelle. *Les finances britanniques*, p. 238 et suivantes. Librairie du recueil Sirey, 1920.

dement étendu dans le pays tout entier. Le montant des sommes obtenues n'a cessé de croître; le premier trimestre 1917, atteignait 32 millions 1/2, les six mois suivants, 18 millions et le dernier trimestre 13 millions, soit un total pour 1917, de 64 millions de liv. st. environ. Si l'on ajoute le total des certificats vendus jusqu'au 31 décembre 1916, diminué des retraits (environ 41 millions de liv. st.), on obtient pour ces deux années un total de 105.771.354 liv. st. Au 31 mars 1918<sup>o</sup> ils atteignirent la somme de 136.7, au 30 juin 160.4 et au 31 mars 1919, 227,3 millions de liv. st.

Les War expenditures Certificates, n'ont eu ni le même but, ni la même importance; leur émission fut faite en vue de diminuer le mouvement des espèces et l'inflation des revenus et du crédit. Ils étaient remboursables au pair 2 ans après leur émission et leur prix était fixé à 89 %; l'intérêt en résultant dépassait légèrement 5 1/2 %.

Leur émission au 31 mars 1917, avait rapporté pour l'exercice qui venait de s'écouler, 23,6 millions de liv. st. Dans les exercices suivants, par suite des remboursements, leur total est allé en diminuant, 22,9 millions de liv. st., le 31 mars 1918 et 15.5 au 30 juin 1918.

#### **Emissions d'Exchequers Bonds. Attitude du Chancelier Mac Kenna et de Sir F. Banbury**

Le Gouvernement anglais pour se ménager des ressources à moins brève échéance que les Treasury bills, recourut à trois émissions d'obligations de l'Echiquier (Exchequers bonds).

Il fallait se décider; étant donné la masse croissante de la dette flottante, ou à procéder à l'émission d'un grand emprunt, ou à l'émission d'Exchequers Bonds. On préféra ce dernier mode, classique en Angleterre en temps de paix. D'après M. Jèze, le Gouvernement, vu la différence d'intérêt qu'il

avait constaté entre l'escompte des Treasury bills et l'intérêt de son premier War Loan espérait par l'émission d'Exchequers bonds obtenir les capitaux à un taux plus avantageux. En réalité les conditions ont été moins bonnes qu'on ne l'espérait même pour la première émission à 3 % qui fut placée au taux minimum de 95,10 sh. 6 d. et au taux moyen de 95,18 sh. 1. Le taux d'intérêt réellement atteint fut de 3,19 sh. %.

Le 1<sup>er</sup> juin 1916, un avis du Trésor fit connaître que la Banque d'Angleterre cesserait d'émettre les obligations de l'Echiquier remboursables en 1920, et qu'à leur place elle émettrait des obligations du même type, les unes remboursables au 5 octobre 1919, les autres au 5 octobre 1921. L'objet de cette modification était de répondre aux besoins variés du marché monétaire et des capitalistes en général. La durée de trois ans convenait aux institutions de crédit qui ne désiraient pas faire de trop longues immobilisations; celle de cinq ans, au contraire, pouvait avoir un attrait pour le public à la recherche d'un placement, sans avoir à se préoccuper d'un emploi fréquent de ses ressources. Le taux fut fixé à 5 %.

Au mois de septembre suivant, le Gouvernement recourut à l'émission d'obligations de l'Echiquier à trois ans, au taux de 6 % et ce n'est pas sans surprise que l'on vit apparaître ce type nouveau sur le marché; l'on jugea son taux absolument anormal. Il paraîtrait que c'était pour mettre un frein à l'accroissement constant des Treasury bills, que le chancelier aurait décidé cet ensemble de mesures. Devant ces avantages attrayants le public souscrivit la première semaine de la mise en circulation de ce titre 20.621.000 liv. st..

Cette émission fit l'objet d'un débat à la Chambre des Communes, mais sans revêtir le caractère d'une interpellation, sorte de mise en demeure vis-à-vis du Gouvernement d'avoir à réformer sa méthode financière.

Sir F. Banbury, un des représentants de la Cité au Parlement, qui avait déjà signalé le danger de l'exagération des Treasury bills, se déclara l'adversaire des obligations triennales de l'Echiquier 6 %, tant à cause de l'intérêt élevé que de leur durée, trop longue pour convenir au marché de l'escompte, trop brève pour des placements de portefeuille. En outre, la création d'un papier à un taux si élevé était cause d'une baisse immédiate de toutes les valeurs, de sorte qu'il était impossible de ne pas se demander si cette situation fâcheuse ne générerait pas un grand emprunt. Ce n'est pas sans appréhension, disait l'orateur, qu'il est permis de voir le Gouvernement persister dans l'erreur de se procurer des ressources par le seul moyen de la création d'énormes sommes de papier à courte échéance qu'il faudrait liquider dans des conditions onéreuses.

Du reste, la réponse du Chancelier de l'Echiquier, M. Mac Kenna ne fut pas satisfaisante; sur le danger créé par l'accumulation de la dette à court terme, il ne s'expliqua point; sur la question du taux de l'intérêt, il rappela simplement les circonstances au milieu desquelles on vivait; seule l'expérience quotidienne renseignait le Trésor et dictait la marche à suivre. Il rappela également l'importance des paiements à faire aux Etats-Unis (paiements qui s'élevaient jusqu'à deux millions de livres sterling par jour). Il disait, enfin, que quant à lui, Chancelier de l'Echiquier, sa tâche lui aurait paru presque impossible à remplir, et cependant elle l'avait été et rien n'autorisait à penser qu'elle ne continuerait pas de l'être, mais pour cela il fallait avoir les mains libres et ne pas s'entendre dire à chaque instant qu'on payait trop cher. Si les obligations 6 % de l'Echiquier ne convenaient ni aux uns ni aux autres, comme l'affirmait sir F. Banbury, comment se faisait-il qu'en quinze jours le public en avait pris pour 36 millions de livres sterling? et quelle certitude pouvait avoir le Trésor qu'à un moindre taux, fût-il de



5 1/2 0/0, le succès eût été le même ? Le fait est que l'autonne est toujours le moment où l'argent est cher, en outre de quoi les recettes budgétaires sont lentes en fin d'année. A la baisse à la cote du War Loan 4 1/2, M. Mac Kenna n'attachait aucune importance ; il en attribuait la cause au détachement du coupon, sans qu'il y ait lieu de se préoccuper d'une influence quelconque sur l'émission d'un grand emprunt.

Les résultats des trois émissions d'Exchequers Bonds étaient les suivants au 31 décembre 1916 :

| 48 millions de liv. st. Exchequers Bonds. |   |   |   | 3 0/0 à 5 ans rembours. en 1920 |           |
|-------------------------------------------|---|---|---|---------------------------------|-----------|
| 334                                       | — | — | — | 5 0/0                           | — en 1921 |
| 159                                       | — | — | — | 6 0/0 à 3 ans                   | — en 1920 |

**Nationals War Bonds. Modalités,  
Importance du résultat indiqué par M. Bonar Law,  
le 1<sup>er</sup> août 1918.**

Il reste à examiner la dernière forme d'emprunt intérieur, qui tient le milieu entre l'emprunt à court terme et les grands War Loan.

Après l'émission du grand emprunt de la Victoire, au commencement de 1917, il fallait renoncer pour un certain temps à ce mode d'appel au crédit.

Ce furent les Nationals War bonds qui permirent de combler les déficits du Trésor qui dépassaient dans le 1<sup>er</sup> semestre de l'année financière 1917-1918 un milliard de livres sterling. Il avait été question à plusieurs reprises d'obligations à lots, bien que cette idée ait obtenue des suffrages assez nombreux, la Commission chargée d'étudier ce nouveau mode, conclut à son rejet. C'est à la forme de l'emprunt continu à assez long terme (5, 7, 10 ans) avec prix de remboursement variant avec l'éloignement de l'échéance que se rallia le gouvernement de M. Bonar Law.

La souscription fut ouverte le 1<sup>er</sup> octobre 1917. Les obligations étaient divisées en quatre séries :

|                |                 |                                                       |                                                                                |
|----------------|-----------------|-------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 1 <sup>o</sup> | Obligations 5 % | remboursables le 1 <sup>er</sup> octobre 1922 à 102 % |                                                                                |
| 2 <sup>o</sup> | —               | —                                                     | — 1924 à 103 %                                                                 |
| 3 <sup>o</sup> | —               | —                                                     | — 1927 à 105 %                                                                 |
| 4 <sup>o</sup> | —               | 4 %                                                   | — } au pair en 1927 avec exemption totale d'income-tax, mais non de super-tax. |

Les coupons ne subissaient point de retenue fiscale au moment de l'échéance, mais leur montant devait figurer dans la déclaration annuelle des revenus des capitaux et être frappé de la taxe habituelle. En outre, les anciennes souscriptions de l'emprunt de guerre 4 % amortissable en 1925-1945 et les diverses obligations de l'Echiquier émises antérieurement pouvaient être converties en Nationals War Bonds; enfin, les obligations étaient acceptées en paiement des impôts sur les successions et sur les bénéfices de guerre.

Au 31 décembre 1917, en trois mois, il fut souscrit pour 195 millions de liv. st., mais malgré que ce total représente une moyenne de 15 millions de liv. st. par semaine il était insuffisant pour couvrir le déficit du budget ; leur placement donna alors lieu à une propagande intense et pour stimuler les achats, les banques consentirent, au milieu de 1918, à diminuer le taux d'intérêt des dépôts et dans le même but la Trésorerie abaissa de 4 3/4 à 4 %, en janvier 1918, l'intérêt des bons à court terme et un mois plus tard elle le réduisait à 3 1/2 %.

L'émission fut close le 18 janvier 1919 après avoir rapporté au Gouvernement la somme considérable de 1,645 millions de liv. st., dont 57 de petites souscriptions. La moyenne par semaine avait atteint 24 millions de liv. st., le nombre de souscripteurs avait été de 1.882.094, le 11 janvier 1918.

En terminant il y a lieu de citer le passage de l'exposé

financier de M. Bonar Law, le 1<sup>er</sup> août 1918, relativement à cette émission qui faisait honneur à lui-même et au peuple anglais.

« Il y a un autre problème qui, je le crains, n'est pas strictement dans la question, mais à propos duquel je voudrais dire quelques mots. C'est la question de l'emprunt par le moyen des National War Bonds. La Chambre sait qu'on a essayé de se procurer de l'argent dont on avait besoin au moyen d'un emprunt continu. Quand j'ai décidé d'adopter cette politique, je me demandais si elle réussirait; je suis heureux de dire que les résultats ont de beaucoup dépassé mes espérances. C'est ce qui apparaît d'une manière évidente en comparant les résultats de l'emprunt pendant 1917 et ceux au cours de la présente année (1918).

« L'emprunt lancé en janvier 1917 a mieux réussi qu'aucun emprunt qui ait été jamais émis au monde; c'est pourquoi une comparaison avec cette année-là est tout à fait indiquée. Si l'on envisage les 9 mois qui se sont écoulés du 1<sup>er</sup> janvier au 30 septembre 1917, le montant total des sommes *reçues* (et non pas la valeur nominale) pour l'emprunt de guerre a été de liv. st. 948.459.000 (23.711,5 millions de francs). Pendant la même période les Wars Savings Certificates ont donné liv. st. 50.550.000 (1.263,8 millions de francs), et les Exchequer Bonds liv. st. 82.110.000 (2.052,8 millions de francs), soit au total, pendant les 9 premiers mois de 1917 liv. st. 1.081.119.000 (27.028 millions de francs).

« Le système de l'emprunt continu a commencé le 2 octobre de l'année dernière (1917). Du 2 octobre (1917) au 27 juillet (1918), les National War Bonds ont rapporté liv. st. 917.430.000 (22.936 millions de francs). Les Savings certificates ont produit liv. st. 75.950.000 (1.899 millions de francs) soit près de 50 % de plus que pendant la période correspondante de l'année précédente (1917). En outre, il

y a eu des souscripteurs, dont les fonds n'ont pas encore été versés au Trésor, pour une somme d'environ liv. st. 35 millions (875 millions de francs) portant le total, pour cette période, à liv. st. 1.028.380.000 (25.710 millions de francs). Je crois que voilà un résultat dont la Trésorerie a le droit d'être fière.

« Ce résultat n'a pas été atteint sans que partout dans le pays on n'ait fait de grands efforts. Les banquiers ont donné absolument toute l'aide qui leur a été possible. L'emprunt ne marchait pas très bien en mai 1918. J'ai eu une entrevue avec les banquiers; immédiatement ils ont pris les mesures que je leur demandais en faveur de l'emprunt. Le résultat ne s'est pas fait attendre. C'est l'intérêt des banquiers, comme de tout le monde, d'apporter leur concours dans cette affaire, car leur crédit dépend entièrement du crédit de l'Etat et il faut que le crédit de l'Etat soit absolument inattaquable. Nous ne pouvons trop faire l'éloge de l'œuvre accomplie dans tous les pays par les War Savings Associations (Associations des épargnes de guerre). Partout des conférences ont été faites, dont un grand nombre par le président des War Savings Associations, Sir R. Kindersley ; chaque fois, le maire ou une personnalité locale y a assisté. C'est surtout grâce à leurs efforts que d'aussi bons résultats ont été obtenus. Nous sommes également redevables, beaucoup plus qu'on ne l'imagine, au concours dévoué apporté à la publicité de cet emprunt, par M. Sutton, qui prête son aide à la Trésorerie. Nous arrivons maintenant à une période où l'argent ne rentre pas aussi facilement qu'autrefois. Quelques mots pour expliquer la raison pour laquelle je signale ceci. S'il est vrai qu'en plaçant leur argent au War Bonds, les gens obtiennent environ 2 1/2 % d'intérêt de plus que ce que pourraient leur procurer d'autres valeurs sûres, je me suis aperçu toujours que le véritable moyen d'obtenir de l'argent

est de faire comprendre à notre peuple qu'en le donnant il rend un service réel à la cause que nous défendons. Je demande aux membres de la Chambre, qui pendant les vacances prononceront des discours, de faire tout ce qu'ils pourront pour encourager dans tout le pays ces obligations » (1).

**Les Emprunts extérieurs anglais nécessités par la guerre de la livre. — Opinion de la presse, réquisition des capitaux étrangers ou neutres, modalités et résultats des emprunts extérieurs.**

A propos de l'emprunt franco-anglais aux Etats-Unis, on a déjà noté la nécessité dans laquelle les gouvernements belligérants se trouvaient d'assurer les ressources indispensables pour effectuer leurs paiements à l'étranger. Malgré les exportations d'or de l'Angleterre aux Etats-Unis qui atteignirent en 1915, 50 millions de liv. st. et l'emprunt franco-anglais, la balance commerciale continuait à marquer un déficit qui s'élevait à 368 millions de liv. st. en 1915, 344,2 en 1916, 467,4, en 1917.

En octobre 1915, la baisse de la liv. st. atteignait 5,16 % et la presse anglaise, le *Times*, notamment, préconisait un projet d'emprunt 5 % aux Etats-Unis exempt d'impôt. Il concluait ainsi : « Aux Etats-Unis les capitaux à la recherche d'un bon placement deviennent de plus en plus nombreux, et le fait est que si nous ne pouvons pas vendre des titres aux Américains, ils ne pourront pas nous vendre des marchandises. Nous croyons qu'ils préféreraient acheter un nouveau fonds d'Etat britannique que de nous voir forcés de continuer à leur vendre des valeurs américaines que nous détenons encore dans notre portefeuille. »

Le *Stock Exchange Gazette* du 19 août 1915, recommandait

---

(1) JÉZE, *op. cit.*, 1918. p. 92.



une émission de 4 1/2 %, mais garantie solidairement par les Alliés, et la *Quarterly Review* insistait sur le danger de la baisse des changes et critiquait sévèrement le Gouverne-

ment. Cette péri... du change américain à 4,50 est un désastre (francs). Je crois que la chute de Varsovie... On demande, qu'au-

le droit d'être... la réponse est simple, c'est ce qu'on répond  
« Ce résultat... payez vos dettes ou demandez un délai  
pays on n'a... ne époque plus favorable, au moyen de l'em-  
donné abs...  
L'emprunt...

une entr... glaterre jointe à la France et à la Russie, n'a pas  
sur... d'or pour payer indéfiniment tous les achats  
et main... intact les crédits nationaux et les émissions de  
billets. Mais avec quelle anxiété, un anglais bien informé ne  
doit-il pas se demander si maintenant, quelque tardive que  
soit l'heure, le Trésor et l'Etat se rendent compte de la réa-  
lité du danger. Il faut que les changes retournent au pair;  
il faut faire un emprunt américain, il faut envoyer suffisam-  
ment d'or pour obtenir tous ces résultats. Il faut passer les  
conditions inévitables pour être maître de l'emprunt. »

On se résolut donc à contracter de nouveaux emprunts aux Etats-Unis, mais il fallut les baser sur des garanties particulières sous forme de dépôts de titres américains ou neutres. Une Commission était chargée de procurer ces titres au Trésor, et l'on a sur son fonctionnement les explications de M. Baldwin aux Communes qui attestent notamment le pouvoir de réquisition de la Commission. Au début, le Trésor invitait les porteurs de ces valeurs à lui prêter leurs titres, il ne parlait point alors de les y contraindre, et donnait une liste des valeurs qu'il désirait avoir à sa disposition. En 1917, le Trésor réquisitionna, se basant sur la faculté qu'il s'était réservée de vendre au besoin les valeurs qu'on lui prêtait. M. Baldwin reconnaissait que les personnes qui avaient avant la guerre mis des valeurs améri-

caines en portefeuille avaient d'une façon légitime fait choix de placements plus rémunérateurs que ceux offerts par le marché indigène. Mais dans les temps comme ceux où nous vivons, ajoutait-il, où la Patrie a besoin de leur aide, le plus grand nombre de ces personnes doivent se sentir heureuses de penser qu'elles sont en situation de la lui donner, soit en vendant, soit en prêtant leurs titres au Trésor. S'il se trouve des personnes qui trouvent à redire, à toutes opérations obligatoires, ou de compulsion, ces gens-là, affirmait M. Baldwin, ne s'aperçoivent pas qu'ils ont tout simplement manqué de prévoyance; s'il n'avait pas été possible pour le Gouvernement d'acheter des valeurs américaines il lui aurait été impossible de réussir à empêcher la baisse du change sur New-York. En décembre 1915, le Trésor fit paraître une note signalant la difficulté d'enrayer cette baisse et faisant connaître le désir du Gouvernement d'acheter des valeurs américaines. Au printemps de 1916, un mode A d'achat ou d'emprunt fut institué et en août de la même année, un mode B, actuellement en vigueur. Des résultats fort considérables s'en sont suivis; mais en janvier dernier, la situation financière britannique aux Etats-Unis donnait de graves inquiétudes et exigeait des mesures urgentes. En vertu du principe édicté par la *Loi sur la défense du Royaume* (Defense of the Realm act) avis fut donné au public que le Trésor procéderait dorénavant par voie de réquisition.

Un stock assez important de valeurs ayant été réuni, un premier emprunt collatéral (collatéral securities) fut offert aux Etats-Unis le 1<sup>er</sup> septembre 1916. Cet emprunt, au capital de 250.000.000 liv. st. 5 %, était remboursable dans deux ans. Le prix de vente au public était de 99 % avec une commission de 1 %, au syndicat de garantie, ce qui donnait 98 % de net.

Les titres revêtaient la forme de billets or (Gold notes) datés du 1<sup>er</sup> septembre 1916. Le Gouvernement britannique

se réservait le droit de faire le remboursement à 101 avant le 31 août 1917, et à 100 1/2 %, jusqu'au 31 juillet 1918, les titres étaient exempts d'impôts britanniques. La garantie fut gagée sur des fonds américains, canadiens et neutres jusqu'à concurrence de 120 % du montant de l'emprunt, soit 300 millions de liv. st.

Dans la deuxième semaine d'octobre 1916, un nouvel emprunt de 300 millions de liv. st. fut offert sur la place de New-York, dans les mêmes conditions que l'emprunt précédent, mais au taux de 5 1/2 %. Un troisième emprunt également garanti à 5 1/2 % du montant de 250 millions de liv. st. fut émis en 1917.

Une dernière opération à l'étranger à citer est le placement de 10 millions de liv. st. d'obligations de l'Echiquier 6 % au Japon.

A partir d'avril 1917, l'Angleterre a pu payer ses achats sans recourir à des émissions publiques. A la suite de la déclaration de guerre des Etats-Unis à l'Allemagne des crédits furent fournis aux alliés par la Trésorerie américaine où l'Angleterre a puisé jusqu'au mois de mars 1919, date à laquelle ils ont cessé. Dès le 15 avril 1917, elle avait reçu une avance de 200 millions de dollars au cours de 4.76 1/2. Le total définitif des avances dont elle a bénéficié s'est élevé à 4.220.000.000 de dollars. Le 1<sup>er</sup> août 1918, M. Mac Kenna insistait en ces termes sur l'importance des ressources apportées par les Etats-Unis : « Je ressens très vivement la dette immense de reconnaissance que nous avons contractée aux Etats-Unis, je me rappelle les difficultés qu'il y a trois ans j'ai rencontrées quand une grande partie de ces avances ont été faites aux alliés et que nous avons nous-mêmes chaque semaine à faire face à des échéances très lourdes à raison des contrats passés aux Etats-Unis. Il nous fallait alors réunir environ 10 millions de dollars par chaque jour ouvrable de l'année pour liquider nos dettes. Les Etats-

Unis ont aujourd'hui assumé le fardeau de cette tâche ; ils avancent les dépenses faites aux Etats-Unis par tous les alliés. La tâche du Chancelier de l'Echiquier est presque uniquement limitée aujourd'hui à se financer lui-même en Angleterre. »

TABLEAU  
DE LA TOTALITÉ DES EMPRUNTS EXTÉRIEURS BRITANNIQUES

|                                                                                                  |                              |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|
| Portion anglaise de l'Emprunt franco-anglais aux Etats-Unis 1915.....                            | 250.000.000 dollars          |
| Emprunt collatéral 5 % aux Etats-Unis 1916, échéance 1 <sup>er</sup> septembre 1918.....         | 250.000.000 —                |
| Emprunt collatéral 5 1/2 % à 3 et 4 ans, échéance 1 <sup>er</sup> novembre 1919 et 1921.....     | 300.000.000 —                |
| Emprunt collatéral 5 1/2 % à 1 et 2 ans 1917, échéance 1 <sup>er</sup> février 1918 et 1919..... | 250.000.000 —                |
| Crédit de Banque 5 % à échéance du 20 juin 1917.....                                             | 50.000.000 —                 |
| Emprunt 6 % du Water Board en notes escomptables à l'échéance du 18 septembre 1917.....          | 6.400.000 —                  |
| Crédit pour achat de blé remboursable en 1917.....                                               | 25.000.000 —                 |
| <b>TOTAL pour les Etats-Unis.....</b>                                                            | <b>1.131.400.000 dollars</b> |
| Obligations de l'Echiquier 6 % au Japon 1917.....                                                | 10.000.000 liv. st.          |

#### IV. — ALLEMAGNE

Combinaison en Allemagne de l'emprunt à court terme et des émissions de la Reichsbank. — Placement des bons et mouvement à l'époque des grands emprunts. — Situation difficile de la Reichsbank, résultant de cette méthode.

La méthode financière allemande d'emprunt à court terme est caractérisée par la combinaison des bons à court terme et des avances de la Banque d'Empire. Au point de vue général le système envisagé dans ses résultats est analogue à celui adopté en France et en Angleterre, il s'agit d'absorber l'épargne au fur et à mesure de son accumulation et d'aspirer ensuite définitivement par de grands emprunts la partie de cette épargne qui peut constituer un

placement durable après, comme le fait remarquer M. Rist (1), lui avoir fermé toute autre issue, par les entraves mises aux transactions des bourses et par la suspension générale d'émissions publiques de la part des Etats particuliers, des villes, des provinces, des cercles.

C'est la Banque d'Empire qui est le grand fournisseur, mais non le seul, d'argent à court terme ; les instruments de l'emprunt sont constitués par les bons du Trésor, les traites tirées par les fournisseurs et acceptées par le Trésor et enfin par les billets à ordre remis en paiement. Quel que soit le nom, le procédé reste identique, les qualifications varient dans la plupart des textes. Le Dr. Schiffer, dans son rapport officiel, les qualifie du nom générique d'« unvezinslichen Schatzanweisungen » ou obligations sans intérêt, c'est-à-dire escomptables, et non, comme on a pu le croire, placées gratuitement. Il est à noter d'ailleurs que le mot Schatzanweisungen est impropre, l'expression normale qui répond le mieux au type visé est celui de Schatzscheine (Bon du Trésor).

Le Gouvernement fait escompter ses Bons du Trésor à la Reichsbank, ou encore celle-ci escompte directement les lettres de change engageant l'Empire, la contre-partie de ces escomptes est une émission croissante de billets de banque. Pour permettre cette opération, la loi du 4 août 1914 autorisa la Reichsbank à considérer ces engagements comme une couverture suffisante pour ses billets (alors que jusque-là, seules les traites commerciales étaient considérées comme couverture bancaire), en ordonnant que les Bons du Trésor portant la signature de deux membres du bureau de la Dette nationale, seraient assimilés aux lettres de change, telles qu'elles étaient définies par la section 17 de la loi de 1875, pourvu qu'ils vinssent à échéance dans les trois mois.

---

(1) Ch. RIST, *Les finances de guerre de l'Allemagne*, Payot, Paris, 1921.



Le Gouvernement était responsable envers la banque de ses Bons du Trésor, et la banque responsable envers le public de ses billets, mais la loi du 4 août la dispensait de l'obligation du remboursement en or.

Les Bons du Trésor étaient à échéance variant de quatre semaines à trois mois au maximum, le taux d'escompte officiel de la Reichsbank était de 5 pour 100, mais une partie des bons était rétrocédée aux banques, caisses d'épargne et autres établissements de crédit.

D'après le Dr. Schiffer, les Bons du Trésor en circulation durant la guerre se sont élevés aux chiffres suivants (Rapport à l'Assemblée nationale du 13 mars 1919) :

| En millions de marks   |        | En millions de marks   |        |
|------------------------|--------|------------------------|--------|
| 30 septembre 1914..... | 2.632  | 23 mars 1917.....      | 19.855 |
| 15 octobre 1914.....   | 897    | 23 avril 1917.....     | 13.821 |
| 31 mars 1915.....      | 7.209  | 23 septembre 1917..... | 27.204 |
| 23 avril 1915.....     | 2.872  | 31 octobre 1917.....   | 22.679 |
| 23 septembre 1915..... | 9.691  | 23 mars 1918.....      | 38.971 |
| 23 octobre 1915.....   | 3.412  | 23 avril 1918.....     | 31.127 |
| 23 mars 1916.....      | 10.388 | 23 septembre 1918..... | 49.414 |
| 22 avril 1916.....     | 4.437  | 7 octobre 1918.....    | 45.263 |
| 23 septembre 1916..... | 12.766 | 30 novembre 1918.....  | 51.056 |
| 23 octobre 1916.....   | 7.856  | 31 décembre 1918.....  | 55.060 |

Au moment de l'émission du neuvième emprunt (septembre 1918) la circulation de ces Schatzanweisung en atteignait le quadruple du montant de la circulation la plus élevée en 1916 et du 7 octobre 1918 au 31 décembre 1918 elle s'est élevée de 9,8 milliards de marks.

Il est difficile de déterminer dans ce total la part de la Reichsbank, et quant aux bons placés sur le marché on ne peut s'en rendre compte qu'approximativement d'après la masse de ces bons qui refluent vers la banque au moment de chaque emprunt en paiement des souscriptions. Le total des postes de la Reichsbank s'élevait fin 1916 à 9.703 millions de marks avec une augmentation de 4.987 millions en 1917 et de 12.888 millions en 1918, due presque exclusivement aux Bons du Trésor figurant dans son portefeuille

commercial ; proportionnellement à la situation à la veille de la guerre, le Dr G. Santoponte estimait que cette augmentation était de 1.180 pour 100 fin 1916, 3.551 pour 100 fin 1918, correspondant à peu près entièrement aux avances à l'Etat, ce qui représentait pour les escomptes directs au Gouvernement, environ 7 milliards de marks fin 1916 et probablement 22 milliards au 31 décembre 1918, la différence, soit approximativement 33 milliards, ayant été cédée au public (1).

L'émission des effets à court terme a été le pivot des grands emprunts allemands, sans que ceux-ci aient causé de troubles au marché monétaire, malgré leur périodicité et leur ampleur. La majeure partie des souscriptions était, en effet, libérée au moyen des Bons du Trésor dont l'échéance coïncidait assez souvent avec l'émission des emprunts, les bons non échus étaient d'ailleurs réescomptés par la Reichsbank, ce qui permettait également leur emploi pour les souscriptions. Ce mécanisme est montré par l'examen des principaux comptes de la Reichsbank à l'époque des emprunts de guerre publiés par M. Rist (2). Ainsi que l'explique M. Rist, le portefeuille déjà composé en grande partie des bons escomptés au Gouvernement se gonfle brusquement de tous ceux apportés au réescompte ; le produit de ces réescomptes est immédiatement versé au compte courant des banques à la Reichsbank et viré de ceux-ci au compte courant du Trésor. Ces deux catégories n'étant pas distinctes dans le bilan, l'opération aboutit simplement au gonflement de l'unique rubrique « Comptes courants ». (Voir tableau page 197.)

Sir Edward Holden, dans son rapport du 29 janvier 1918 à l'assemblée de la City and Midland bank, sur les finances allemandes jusqu'en 1917, donne un tableau des Bons du

---

(1) *Op. cit.*, 1919, p. 10.

(2) *Op. cit.*, 1921, p. 90.

TABLEAU DES MOUVEMENTS DES PRINCIPAUX COMPTES  
DE LA REICHSBANK A L'ÉPOQUE DES EMPRUNTS DE GUERRE

*(En millions de Marks)*

|                               | CIRCULATION | Dépôts<br>et Comptes<br>courants | PORTEFEUILLE | Bons<br>de Caisse<br>d'Empire et<br>de prêts |
|-------------------------------|-------------|----------------------------------|--------------|----------------------------------------------|
| <b>1<sup>er</sup> Emprunt</b> |             |                                  |              |                                              |
| 23 septembre 1914..           | 3.993       | 2.708                            | 4.712        | 149                                          |
| 30 septembre 1914..           | 4.491       | 2.350                            | 4.756        | 336                                          |
| 7 octobre 1914.....           | 4.199       | 1.915                            | 3.300        | 949                                          |
| <b>2<sup>me</sup> Emprunt</b> |             |                                  |              |                                              |
| 23 mars 1915.....             | 4.944       | 2.380                            | 4.875        | 175                                          |
| 30 mars 1915.....             | 5.624       | 4.037                            | 6.860        | 563                                          |
| 7 avril 1915.....             | 5.379       | 1.788                            | 4.341        | 590                                          |
| <b>3<sup>me</sup> Emprunt</b> |             |                                  |              |                                              |
| 23 septembre 1915...          | 5.549       | 2.249                            | 5.327        | 184                                          |
| 30 septembre 1915...          | 6.158       | 4.416                            | 7.471        | 885                                          |
| 7 octobre 1915.....           | 5.877       | 1.615                            | 4.376        | 887                                          |
| <b>4<sup>me</sup> Emprunt</b> |             |                                  |              |                                              |
| 23 mars 1916.....             | 6.374       | 2.704                            | 5.898        | 773                                          |
| 30 mars 1916.....             | 6.988       | 4.358                            | 8.113        | 945                                          |
| 7 avril 1916.....             | 6.675       | 1.727                            | 5.190        | 906                                          |
| <b>5<sup>me</sup> Emprunt</b> |             |                                  |              |                                              |
| 23 septembre 1916..           | 6.860       | 3.680                            | 7.688        | 212                                          |
| 30 septembre 1916..           | 7.370       | 6.267                            | 10.759       | 392                                          |
| 7 octobre 1916.....           | 7.230       | 3.216                            | 7.466        | 370                                          |
| <b>6<sup>me</sup> Emprunt</b> |             |                                  |              |                                              |
| 23 mars 1917.....             | 8.224       | 4.503                            | 8.258        | 347                                          |
| 30 mars 1917.....             | 8.616       | 8.405                            | 13.596       | 380                                          |
| 7 avril 1917.....             | 8.558       | 4.819                            | 9.911        | 350                                          |
| <b>7<sup>me</sup> Emprunt</b> |             |                                  |              |                                              |
| 22 septembre 1917..           | 9.603       | 5.972                            | 11.266       | 764                                          |
| 30 septembre 1917..           | 10.204      | 9.504                            | 15.632       | 986                                          |
| 6 octobre 1917.....           | 10.367      | 6.020                            | 12.058       | 1.019                                        |
| <b>8<sup>me</sup> Emprunt</b> |             |                                  |              |                                              |
| 23 mars 1918.....             | 11.399      | 7.129                            | 13.469       | 1.349                                        |
| 30 mars 1918.....             | 11.977      | 9.029                            | 16.034       | 1.546                                        |
| 7 avril 1918.....             | 11.917      | 7.595                            | 14.208       | 1.529                                        |
| <b>9<sup>me</sup> Emprunt</b> |             |                                  |              |                                              |
| 23 septembre 1918..           | 14.429      | 9.106                            | 17.590       | 2.340                                        |
| 30 septembre 1918..           | 15.334      | 14.538                           | 23.830       | 2.646                                        |
| 7 octobre 1918.....           | 15.798      | 9.376                            | 18.893       | 2.710                                        |

Trésor escomptés et du passif de la Reichsbank, où les fluctuations des bons du Trésor ressortent clairement au moment des emprunts : D'un côté augmentation des bons escomptés, de l'autre augmentation parallèle du passif résultant du virement au crédit du Gouvernement du produit des bons du Trésor. Ces variations se produisent aux mois de mars et avril, septembre et octobre, époques des grandes émissions. Dans les mois suivants, le passif et les bons escomptés diminuent, le Gouvernement employant une partie de l'emprunt au remboursement de ces bons; d'ailleurs, la proportion des remboursements est allée en diminuant, ainsi qu'il ressort du tableau de la circulation donné plus haut, extrait du rapport du Dr Schiffer. Les autres fluctuations sont dues aux versements partiels aux emprunts et au réescompte des bons par la Reichsbank sur le marché.

| MOIS         | EN MILLIONS DE LIVRES STERLING |        |                                |        |                                |        |                                |        |
|--------------|--------------------------------|--------|--------------------------------|--------|--------------------------------|--------|--------------------------------|--------|
|              | 1914                           |        | 1915                           |        | 1916                           |        | 1917                           |        |
|              | Bons<br>du Trésor<br>escomptés | Passif | Bons<br>du Trésor<br>escomptés | Passif | Bons<br>du Trésor<br>escomptés | Passif | Bons<br>du Trésor<br>escomptés | Passif |
| Janvier..... | »                              | »      | 189                            | 305    | 264                            | 414    | 409                            | 565    |
| Février..... | »                              | »      | 205                            | 322    | 289                            | 427    | 449                            | 609    |
| Mars.....    | »                              | »      | 343                            | 483    | 406                            | 567    | 680                            | 851    |
| Avril.....   | »                              | »      | 189                            | 339    | 257                            | 422    | 436                            | 615    |
| Mai.....     | »                              | »      | 207                            | 341    | 274                            | 423    | 468                            | 641    |
| Juin.....    | »                              | »      | 246                            | 382    | 330                            | 481    | 548                            | 720    |
| Juillet..... | 37                             | 142    | 239                            | 359    | 327                            | 471    | 556                            | 735    |
| Août.....    | 237                            | 334    | 247                            | 365    | 354                            | 498    | 568                            | 761    |
| Septembre... | 237                            | 342    | 373                            | 529    | 538                            | 682    | 781                            | 987    |
| Octobre..... | 138                            | 274    | 210                            | 378    | 394                            | 536    | 587                            | 804    |
| Novembre.... | 146                            | 280    | 223                            | 379    | 404                            | 550    | 612                            | 833    |
| Décembre.... | 197                            | 340    | 290                            | 464    | 480                            | 631    | 730                            | 976    |

La méthode instituée par la loi du 4 août n'a pas manqué de rendre difficile la situation de la banque comme le faisait remarquer Sir Edward Holden, le 29 janvier 1919. (1)

(1) JEZE, *op. cit.*, p. 205.

« Elle a pu créer du crédit pour mener la guerre en escomptant des Bons du Trésor pour le Gouvernement et en fournissant à ce dernier des billets de banque ; mais maintenant, elle se demande comment les Bons du Trésor vont lui être remboursés.

« Avant la guerre, les effets entre les mains de la Reichsbank s'élevaient à liv. st. 37 millions (925 millions de francs). C'étaient des effets de commerce ordinaires ; en décembre 1918, les effets ont dépassé liv. st. 1.222 millions (30.550 millions de francs) et ils consistaient en totalité en Bons du Trésor, c'est-à-dire qu'ils doivent être remboursés par le Gouvernement.

« Les billets de banque s'élevaient, avant la guerre, à liv. st. 94 millions (2.350 millions de francs) ; en décembre 1918, ils atteignirent liv. st. 1.056 millions (26.400 millions de francs).

« Afin de payer les Bons du Trésor, le Gouvernement doit, d'une manière ou d'une autre, se procurer des billets de banque qui ont été émis contre ces bons, ou les balances de Crédit (crédit balances) qui ont été créés par l'escompte de ces bons.

« Pour arriver à ce résultat, il faut ou bien augmenter les impôts, ou bien lancer un nouvel emprunt, ou bien renouveler les bons.

« Comme la Dette intérieure de l'Empire s'élèvera à environ liv. st. 8.300 millions (207.500 millions de francs) et comme il y aura d'autres lourdes charges, il est douteux que le Gouvernement puisse réduire les Bons du Trésor entre les mains de la Reichsbank en recourant à l'impôt ; d'autre part, il n'est pas non plus probable que le procédé de l'emprunt puisse être employé en la circonstance.

« Si le Gouvernement ne trouve pas le moyen de rembourser les Bons du Trésor, il sera obligé de les renouveler, et ceci jusqu'à ce qu'il soit en mesure de les rembourser graduellement.



« En ce qui concerne *les Bons du Trésor entre les mains des autres banques, sociétés et compagnies*, le Gouvernement sera obligé de les renouveler également. Toutefois, les porteurs de ces bons sont dans une situation plus favorable ; en effet, ils pourront les porter à la Reichsbank et les escompter à nouveau, s'ils le désirent. Il est plus que probable que, au bout d'un certain temps, une grande partie de la totalité des Bons du Trésor dans les différentes banques fera ainsi retour à la Reichsbank.

« Il convient de remarquer ici que l'émission des billets de banque contre des Bons du Trésor est, en principe, une mauvaise chose ; en effet, il n'est pas certain que les bons seront remboursés quand ils arriveront à échéance. Nous nous proposons de revenir sur ce point. Pour le moment, nous nous bornerons à dire que la Reichsbank se trouve au milieu de très graves difficultés, à raison du montant énorme des billets de banque qu'elle a émis contre des Bons du Trésor qui ne seront pas remboursés. »

| DATES             | EFFETS ESCOMPTÉS<br>(y compris les Bons du Trésor) |                | BILLETS ÉMIS  |                |
|-------------------|----------------------------------------------------|----------------|---------------|----------------|
|                   | Liv. st.                                           | Fr.            | Liv. st.      | Fr.            |
| 23 juillet 1914.. | 37.545.000                                         | 938.625.000    | 94.544.000    | 2.363.600.000  |
| — septem. — ..    | 235.606.000                                        | 5.890.150.000  | 199.640.000   | 4.991.000.000  |
| — décem. — ..     | 182.783.000                                        | 4.569.575.000  | 221.579.000   | 5.539.475.000  |
| — mars 1915 ..    | 243.771.000                                        | 6.094.275.000  | 247.203.000   | 6.180.075.000  |
| — juin — ..       | 211.007.000                                        | 5.275.175.000  | 261.245.000   | 6.531.125.000  |
| — septem. 1915.   | 266.342.000                                        | 6.658.550.000  | 277.433.000   | 6.935.825.000  |
| — décem. — ..     | 270.296.000                                        | 6.757.400.000  | 313.519.000   | 7.837.975.000  |
| — mars 1916..     | 294.895.000                                        | 7.372.375.000  | 318.686.000   | 7.967.150.000  |
| — juin — ..       | 306.240.000                                        | 7.656.000.000  | 331.707.000   | 8.292.675.000  |
| — septem. — ..    | 378.898.000                                        | 9.472.450.000  | 343.019.000   | 8.575.475.000  |
| — décem. — ..     | 412.836.000                                        | 10.320.900.000 | 376.746.000   | 9.418.650.000  |
| — mars 1917..     | 462.904.000                                        | 11.572.600.000 | 411.241.000   | 10.281.025.000 |
| — juin — ..       | 479.313.000                                        | 11.982.825.000 | 410.987.000   | 10.274.675.000 |
| — septem. — ..    | 563.298.000                                        | 14.082.450.000 | 480.179.000   | 12.004.475.000 |
| — décem. — ..     | 630.908.000                                        | 15.772.700.000 | 551.302.000   | 13.782.550.000 |
| — mars 1918..     | 673.455.000                                        | 16.836.375.000 | 569.960.000   | 14.249.000.000 |
| — juin — ..       | 741.601.000                                        | 18.540.025.000 | 602.376.000   | 15.059.400.000 |
| — septem. — ..    | 879.504.000                                        | 21.987.600.000 | 721.469.000   | 18.036.725.000 |
| — décem. — ..     | 1.222.954.000                                      | 30.573.850.000 | 1.056.216.000 | 26.405.400.000 |

Bien que l'on soit mal renseigné sur ce point, des Bons du Trésor ont été placés en Amérique. En juillet 1916 notamment, une émission de 10 millions de dollars a été faite sur le marché américain par les soins de la Banque Chandler et C<sup>ie</sup>. A propos de cette émission, on peut remarquer l'effort fait par l'Allemagne pour trouver des ressources à l'étranger, bien qu'elle ait toujours protesté qu'elle n'en avait point besoin. Elle cherchait à placer aux Etats-Unis avant leur entrée en guerre, des titres d'emprunts ainsi qu'il résulte d'un télégramme expédié quelques jours avant l'opération précitée, et émanant de Zimmerman Fors-hay et C<sup>ie</sup>, intermédiaires financiers des plus actifs pour le compte de l'Allemagne à New-York, qui déclarait que cette émission de Bons du Trésor allait arrêter net le placement de l'emprunt de guerre en Amérique.

---

## CHAPITRE III

### PRÉPARATION DES EMPRUNTS DE GUERRE A LONG TERME ET PERPÉTUELS

---

#### PRINCIPES GÉNÉRAUX

Pour l'émission d'un grand emprunt, l'Etat, dans la nécessité où il est de donner le plus d'ampleur possible à l'opération, c'est-à-dire de trouver le plus grand nombre de personnes décidées à souscrire la plus grande partie possible du capital, se trouve dans les mêmes conditions qu'un industriel ou commerçant qui veut subitement conquérir un marché pour écouler ses articles ; il est nécessaire de calculer auparavant les coefficients intrinsèques et extrinsèques de l'énergie de diffusion, ainsi que le coefficient absolu de diffusion (1). Il y a lieu seulement de tenir compte d'une différence en faveur de l'Etat, c'est que dans l'Industrie et le Commerce celui qui se décide à contracter un achat, le fait seulement pour des raisons de pure convenance, pour un besoin réel ou supposé, et dans ce cas doit intervenir au moins la conviction subjective du besoin ; au contraire en ce qui concerne l'Etat, il peut faire entrer en action d'autres coefficients dérivant de son autorité matérielle ou morale et qui peuvent avoir une influence déterminante.

Ces éléments constituent des facteurs d'ordre sentimental ;

---

(1) E. GREGO, « Comme si lancia un prestito di guerra ».

la psychologie variée des personnes sur lesquelles doit s'exercer leur influence, impose l'obligation de veiller à la forme, aux conditions, et à la propagande, pour obtenir le maximum d'efficacité suggestive.

L'émission des grands emprunts de guerre soulève deux problèmes :

1° Préparation du marché financier.

2° Technique générale de l'emprunt.

### **I. — Préparation du marché financier.**

**La propagande en France, en Allemagne, en Italie, en Angleterre.**

La propagande à l'occasion de l'émission des grands emprunts de guerre, est le résultat de l'utilisation par les Gouvernements de toute la puissance de suggestion dont ils disposent. Ce sont des faits bien connus. Les conférences de propagande, brochures, tracts, affiches ont indiqué leur devoir aux capitalistes grands et petits. « Que se lève cette armée de l'épargne française, comme celle qui se bat ; elle est l'armée de la France, ou plutôt elle est la France elle-même ; Saluons-la, Messieurs, c'est elle qui nous aidera à combattre et à vaincre. » (Extrait du discours de M. Ribot du 11 novembre 1915, au bas d'une affiche de l'emprunt.)

L'emprunt est nécessaire à la victoire, il doit hâter la fin de la guerre, la souscription est à la fois un devoir civique et un bon placement. Aux ouvriers on fait comprendre qu'une victoire allemande anéantirait la liberté et les conquêtes de la Démocratie, ruinerait l'industrie française, provoquerait le chômage et l'effondrement des salaires. Aux commerçants et propriétaires on démontre la supériorité de la rente française sur toutes les autres valeurs, et les béné-

fices qui peuvent être réalisés au cas de hausse des titres, ou de remboursement au pair.

On met à la portée des esprits les plus simples, la différence entre les taux d'intérêts nominal et réel, les plus-values, les primes d'amortissement, l'intérêt qu'il y a à utiliser pour les souscriptions les billets de banque improductifs dont l'accumulation est cause de la hausse des prix, et les Bons de la Défense Nationale dont l'intérêt est inférieur à celui de l'emprunt.

L'ennemi attend le résultat, il faut que l'emprunt soit une victoire financière « Souscrire à l'emprunt c'est participer de loin à la bataille, et assurer la victoire, c'est-à-dire contribuer à dégager les régions occupées, à libérer l'Alsace-Lorraine, la Belgique et les nations opprimées, à faire revenir au foyer les chers absents, à reprendre comme au sortir d'un cauchemar les bienfaisants travaux de la paix. »

Les appels sont encore plus énergiques de l'autre côté du Rhin : « C'est l'amour de la Patrie développant au plus haut point la volonté et l'énergie du peuple entier, qui assure à la nation le concours financier nécessaire pour soutenir la guerre, tandis que les soldats lui font l'offrande de leur sang », s'écriait le sous-secrétaire d'Etat Hellferich au Reichstag le 14 décembre 1915. Des proclamations sont lancées à l'intérieur comme au front par les Maréchaux Ludendorff et Hindenburg. Ne pas souscrire, ou souscrire trop peu est une désertion. La presse unit sa voix à celle du Gouvernement, la propagande remplit les temples et les églises, les souscriptions sont ouvertes dans les écoles, on autorise les tuteurs à employer en souscriptions les fonds de leurs pupilles.

Les résultats des emprunts sont envoyés par sans-fil aux quatre coins du monde ; l'Empereur envoie des télégrammes de félicitations et des manifestations sont organisées, comme la plantation de clous dans la statue d'Hin-



denburg. Les emprunts allemands sont mis en parallèle constant avec les emprunts anglais ; on s'efforce de démontrer l'infériorité de ces derniers ; quant à la France on s'attache plutôt à montrer sa circulation fiduciaire grandissant plus rapidement que celle de l'Empire.

En Italie, contrairement à ce que l'on aurait pu attendre, le public s'est montré plutôt réservé, l'épargne timide ; il a fallu à la fois l'attirer, la rassurer, et au besoin la menacer. Malgré une propagande peut-être plus intense qu'ailleurs, le pays répondait peu, au moins jusqu'au 4<sup>e</sup> emprunt. Au sujet du 5<sup>e</sup> emprunt, c'est en ces termes que l'on insiste : « Continuez à produire au total comme autrefois mais en destinant seulement la moitié ou les  $\frac{2}{3}$  de la production à la satisfaction des besoins privés et l'autre moitié ou l'autre  $\frac{1}{3}$  à la défense de la Patrie ; en faisant ainsi, nous nous montrerons en premier lieu digne de la confiance placée en nous par les alliés : Comment pourrions-nous réclamer des autres non un secours, ce que nous ne voulons pas, mais une juste coopération à l'œuvre commune si nous refusions d'y concourir avec des sacrifices matériels actuels ? »

M. Nitti, au cours de nombreux discours qu'il prononça en faveur des emprunts, rappelait que la guerre imposait de nouveaux devoirs civiques et notamment celui de fournir, dans la limite de ses moyens, des ressources aussi larges que possible à l'Etat. « Qui refuse le crédit, disait le ministre, détermine l'augmentation de la circulation, c'est-à-dire une nouvelle dépréciation de la richesse possédée. A l'occasion des nouveaux emprunts, tous doivent concourir dans la plus grande mesure possible, s'ils veulent l'intérêt de la Patrie et leur intérêt personnel. »

On rassurait les plus timorés qui reculaient devant l'énorme masse de la Dette. « Personne ne doit avoir de préoccupation là-dessus, l'Italie a supporté des épreuves plus dures dans les années qui s'écoulèrent de 1860 à 1870, quand les

budgets se bouclaient avec un déficit variant de 300 à 800 millions ».

A plusieurs reprises le souscripteur italien a été stimulé par les déclarations du ministre du Trésor sur la possibilité d'avoir recours à un emprunt forcé, si le résultat de l'emprunt volontaire était insuffisant. Le 7 décembre 1919, M. Schanzer, ancien ministre du Trésor, inaugurant la propagande du 6<sup>me</sup> emprunt, disait : « Nous avons cru nous faire l'interprète de l'âme italienne qui répugne aux coercitions en arrêtant notre choix sur un emprunt volontaire. Mais si les résultats ne devaient pas répondre à notre attente légitime, il ne resterait au Gouvernement qu'à choisir les formes de prélèvement forcé, sans aucune rétribution, au dépens de la richesse avec des aggravations spéciales pour ceux qui n'auraient pas souscrit à cet emprunt et des prélèvements d'impôts poussés jusqu'aux extrêmes limites. »

Le Gouvernement assurait formellement aux souscripteurs qu'on leur tiendrait compte de leurs versements pour les défalquer ensuite des quotes-part personnelles de l'emprunt forcé si on devait en arriver là. En même temps les principales banques du consortium de l'emprunt n'épargnèrent pas leurs encouragements aux souscripteurs et firent même sentir leur pression sur les Sociétés qui comptent parmi leurs clients.

Il faut rappeler qu'à la même époque M. Erzberger subissait un échec en Allemagne avec son emprunt à lots, pour la propagande duquel il avait gaspillé 10 millions de marks dont 400.000 pour la publicité en musique !

Les Anglais eux-mêmes avaient apprécié l'importance de l'argument psychologique, reconnu la nécessité d'une propagande puissante ; c'est probablement en Angleterre, en effet, que cette propagande a été le mieux organisée, notamment par la création du War Saving Committee et du vaste réseau d'organismes locaux qui en dépendait : Comités de

comtés, comités centraux pour les villes de plus de 20.000 habitants, comités locaux dans les lieux de moindre importance. Ces comités agissaient non seulement sur l'opinion publique en général, mais aussi sur les organisations déjà existantes, groupements scolaires, religieux ou sociaux afin de les transformer en associations volontaires d'épargne et de souscription. Au mois de janvier 1917, le comité national avait créé 903 comités auxquels étaient rattachés 17.781 associations; fin 1917, le nombre des comités s'élevait à 1.619 et le nombre des associations à 37.840.

Le dernier grand emprunt de guerre anglais fut l'objet d'une propagande remarquable digne d'être citée.

Les ministres multipliaient les réunions et les discours : « Nous demandons l'argent à nos compatriotes pour rendre la victoire plus prompte, pour épargner le sang de vos fils en augmentant la puissance de nos armes. » Des manifestations grandioses étaient organisées, le 9 février 1917, à Londres et dans toutes les villes d'Angleterre, d'Ecosse et d'Irlande; le 15 février, le lord maire se rendait à Trafalgar-Square suivi d'une foule immense et, dans un meeting en plein air, les orateurs prirent la parole sur le thème suivant : L'Angleterre ne sera jamais vaincue, mais il faut qu'elle soit victorieuse le plus tôt possible; il faut que chacun contribue à la victoire en souscrivant à l'emprunt de guerre ! Que dans quelques jours, dans tous les pays du monde, l'on apprenne la nouvelle que notre emprunt a obtenu le plus éclatant triomphe (1).

La publicité dans les journaux n'était pas moins active pour montrer que l'Empire britannique soutiendrait ses alliés et poursuivrait la guerre « jusqu'au dernier homme et dernier shilling ». On publiait en gros caractères les extraits des discours de M. Lloyd George : « Un grand emprunt per-

---

(1) Cf. Georges LACHAPPELLE, *op. cit.*

mettra aussi d'abréger la durée de la guerre, il aidera à épargner des vies humaines, à assurer le salut de l'Empire britannique, de l'Europe et de la civilisation », et M. Bonar Law adressait par l'intermédiaire du Comité national une lettre d'encouragement qui se terminait ainsi (1) : « Mais cette victoire ne sera pas assurée sans un effort suprême qui exige le concours de toutes nos ressources.

« La guerre n'est pas seulement une lutte entre deux armées, elle est une lutte entre des nations, et son résultat dépendra peut-être moins du courage de ceux de nos fils et de nos frères qui prennent part aux batailles que des efforts qu'accompliront pour les aider tous ceux qui sont restés dans leurs foyers.

« Nos marins et nos soldats comptent sur la ligne de feu que ceux de leurs compatriotes, qui ne combattent pas, leur donneront l'appui financier dont ils ont besoin pour augmenter les succès déjà acquis, et pour hâter l'heure de la victoire.

« J'ai la ferme confiance que vous répondrez à leur appel en souscrivant au nouvel emprunt de guerre dans toute la limite de vos forces, serait-ce aux dépens des sacrifices personnels que vous sauriez accomplir. »

**La réorganisation du marché, suspension des opérations.  
Mesures de liquidation. Situation des établissements de Crédit.**

Les principales bourses du monde, Londres, New-York, Vienne, Berlin, avaient été fermées le 31 juillet 1914; celle de Paris continua ses opérations jusqu'à la fin août, les règlements ayant été suspendus, puis peu après les opérations elles-mêmes. Un décret du 27 septembre 1914, accordait des délais aux acheteurs de titres pour se libérer; la Ban-

---

(1) Cf. Georges LACHAPPELLE, *op. cit.*, p. 255.

que de France avait consenti à prêter aux agents de change sous la garantie solidaire de la Chambre syndicale, 200 millions de francs pour faire aux reporteurs qui le désiraient une avance de 40 % sur la valeur des titres reportés. Ces avances avaient permis, en novembre 1914, le remboursement des 2/5 des capitaux engagés dans les reports.

En Angleterre, l'act du 3 août 1914, autorisait la prorogation des échéances et permettait d'appliquer le moratorium à tous les paiements exigibles avant le 4 septembre suivant. Pour dégager le marché par une mesure analogue à celle prise en France, un accord du 12 août 1914, dont les détails furent arrêtés par une lettre du 27 août adressée par la Trésorerie à la Banque d'Angleterre, fut appliqué. La Banque d'Angleterre escompterait les lettres de change approuvées par elle, acceptées avant le 4 août, au taux appliqué par la banque et sans recours contre le dernier porteur. A l'échéance, la banque permettait à l'accepteur d'en différer le paiement moyennant un intérêt équivalent au taux d'escompte majoré de 2 %.

Le moratorium et la fermeture des Bourses s'imposa en même temps en Italie; ainsi que le dit le Directeur de la Banque d'Italie, dans son rapport pour l'année 1914, « elle ne fit en cela qu'imiter des pays jugés à tort ou à raison plus calmes et mieux disciplinés que le nôtre ». Ces mesures résultèrent en premier lieu du Décret-loi du 4 août 1914.

Les établissements italiens ne vinrent au secours du marché que prudemment en accordant des crédits aux Chambres de compensations pour les paiements prorogés, de sorte que le montant des escomptes et des avances sur titres, accordés par les Trois Banques d'émission pendant la période où les difficultés monétaires se faisaient le plus vivement sentir, a augmenté de 500 millions environ. Le Directeur de la Banque d'Italie, fait remarquer sur ce point, qu'on ne peut affirmer que le marché italien a manqué de



ressources ou que le crédit a été fermé à ceux qui avaient qualité pour l'obtenir, ceux-là en ont profité dans des proportions et à des conditions exceptionnelles.

Quant à l'Allemagne, le refus de moratorium est un des traits caractéristiques de sa mobilisation financière; grâce à la multiplication des moyens de paiements, on a pu ramener la confiance dans le public, et grâce à la discipline du marché sous les ordres du Président de la Reichsbank, M. Havenstein, la liquidation des sommes considérables placées à court terme a pu être opérée; en deux mois une situation financière presque normale a été rétablie, bien que certaines considérations enlèvent une certaine partie de sa valeur à cette brillante opération financière.

Bien que le professeur Riesser se fût déclaré l'adversaire de toute sorte de moratorium sur les lettres de change, les circonstances imposèrent même à l'Allemagne, une série de mesures particulières; on appliqua notamment un moratorium spécial aux reports, décrété par le Comité Directeur de la Bourse à Berlin. La Bourse semblait d'ailleurs prévoir les événements qui se préparaient; après une baisse très sensible du cours du terme, les opérations de ce genre furent interdites le 25 juillet, et enfin, le 30, toutes les opérations même au comptant furent arrêtées. La clôture du marché fut suivie de la prorogation au mois suivant de la liquidation, et en même temps était décrété le moratorium des reports et des sommes consacrées aux reports hors bourse.

Des mesures identiques furent prises par les bourses de Francfort et de Hambourg. En décembre 1914 on estimait les sommes ainsi immobilisées à 90 millions de marks pour les reports et 210 millions pour les reports hors bourse. Les Bourses ne se décidèrent qu'en juillet 1915 à faire cesser les effets du moratorium, en autorisant les reporteurs à réclamer 10 % puis 25 % en octobre, et la totalité en novembre 1915, grâce aux avances sur titres des Darlehns-

kassen et du rapide réescompte de la Reichsbank facilité par la loi du 4 août 1914, malgré l'élévation du taux exigé par les banques et variant de 7 à 12 et même à 13 %. Mais dès le mois de novembre la situation normale se rétablissait. Les Sociétés coopératives de crédit qui jouent un rôle important en Allemagne, ainsi que les caisses d'épargne, grâce à la même intervention pouvaient rembourser les retraits, calmer aussitôt la panique et ramener à elles leur clientèle.

En réalité, par suite de ses prévisions, l'Allemagne n'a eu à faire face lors de l'ouverture des hostilités qu'à une crise passagère et la machine financière allemande était prête à fonctionner pour l'émission de son premier emprunt.

Un marché libre et actif est nécessaire pour une opération de grande envergure, malgré l'appel direct au public. La réouverture du marché à terme a été une des préoccupations de M. Ribot dès que le premier emprunt fut décidé. L'accord entre le Gouvernement, les agents de change et les coulissiers donna lieu à de longues négociations et ne se fit pas sans peine. Lorsqu'il fut conclu et que toutes dispositions furent prises par les intermédiaires officiels ou non, un décret du 15 septembre 1915 mit fin au moratorium des ventes et achats à terme des valeurs mobilières. La liquidation fut fixée au 30 septembre, les différences à cette date devaient être payées à raison de 10 % immédiatement, 10 % les jours de règlement des liquidations, de fin octobre 1915 à fin juin 1916, avec un intérêt moratoire de 6 %. La plupart des opérations en suspens furent réglées aussitôt. Les sommes nécessaires furent fournies à la Chambre syndicale des agents de change par une émission de 75 millions d'obligations 6 %, une nouvelle avance de 50 millions de la Banque de France et des Bons du Trésor à trois mois renouvelables pendant deux ans. Le crédit de la Chambre syndicale servit également à dégager les coulissiers qui n'auraient pu d'eux-mêmes obtenir des capitaux aussi

importants. La Bourse put ainsi participer à l'emprunt annoncé.

Les établissements de crédits devaient eux-mêmes se trouver prêts à concourir à l'émission, ainsi que leur clientèle, par la liquidation des comptes et la restitution des dépôts suspendue par le moratorium. Le rôle de la Banque de France a encore été ici capital ainsi qu'il ressort du compte rendu du Gouverneur pour l'année 1914 : « Toutes les banques de dépôts furent assaillies de demandes de retraits auxquelles nous leur avons permis de faire face, en leur consentant des réescomptes à ce moment illimités. Du 27 juillet au 1<sup>er</sup> août, notre portefeuille commercial a doublé, passant de 1 milliard 583 millions à 3 milliards 41 millions. Un Décret intervint alors, qui prorogait les échéances commerciales et restreignait la quotité exigible des fonds déposés à vue dans les banques. La limite d'abord très étroite était successivement élargie et de nouveaux escomptes étaient consentis dans la mesure nécessaire en même temps que nous accueillions, soit par l'intermédiaire des banques ou des caisses agricoles, soit directement, tout le papier correspondant à des besoins légitimes... Notre portefeuille continuait ainsi de s'élever jusqu'à atteindre le 1<sup>er</sup> octobre, après deux mois de guerre, 4 milliards 476 millions. Depuis ce moment des rentrées importantes ont commencé à se produire, malgré la prorogation des échéances et si d'une manière générale cette prorogation et le crédit qui en résulte permettent à de nombreuses transactions de s'effectuer au comptant, les affaires tendent, dès maintenant, à reprendre un cours plus normal, sous formes d'escomptes nouveaux de papier régulièrement payable à l'échéance. » C'est grâce à ce concours que les établissements de crédit, à partir de janvier 1915, renonçaient peu à peu à se prévaloir du moratorium. Cette reprise d'un régime plus normal devait être à peu près assurée au moment

de l'émission de l'emprunt ; elle est attestée par la diminution du portefeuille d'effets prorogés de la Banque de France dans la mesure suivante (1) : « Les remboursements opérés, tant par les débiteurs principaux que par nos cédants, ont réduit notre portefeuille d'effets moratoriés, dans le courant de l'année 1915, de 3 milliards 478 millions à 1 milliard 838 millions. Nos escomptes nouveaux ne se sont pas ressentis, dans la même proportion, de l'activité plus grande des affaires ; celles-ci continuent à se régler, en majeure partie, par des paiements au comptant<sup>2</sup> que favorise, d'ailleurs, l'abondance des disponibilités créées par les dépenses de l'État. Cependant, les présentations marquent une progression appréciable ; notre portefeuille d'effets régulièrement payables à l'échéance, après être descendu aux environs de 200 millions, se rapproche aujourd'hui de 400 millions. C'est un indice de la reprise du crédit commercial que nous nous appliquons à développer. »

Un moratorium, on l'a vu plus haut, avait dû être décrété en Angleterre, pour protéger le marché dans le désarroi général et le 1<sup>er</sup> août, le *Stock exchange* avait dû fermer ses portes. Par la facilité donnée par l'act du 3 août 1914, les banques purent faire escompter les traites qu'elles détenaient et indirectement rembourser une partie des avances qui leur avaient été consenties. Le Chancelier de l'Echiquier, dans son discours du 27 novembre 1914, déclara que le total des traites escomptées avec la garantie du Gouvernement atteignait le chiffre d'environ 120 millions de liv. st.

Des avances de 50 % furent autorisées par une « Commission des dettes du commerce extérieur » aux négociants qui avaient des créances sur l'étranger.

Enfin une loi du 31 août 1914, suspendit l'exécution de tous les jugements, en matière de paiement, ainsi que toute

---

(1) Rapport du Gouverneur pour 1915.

mesure ayant pour but d'imposer le paiement ou le recouvrement de toute somme d'argent : « Sauf après requête, auprès de tel tribunal et après tel avertissement que pourront spécifier les règlements qui seront établis, en vertu de la présente loi. » Si le Tribunal jugeait susceptible d'un délai le paiement envisagé, par suite de circonstances attribuables directement ou indirectement à la guerre, il pouvait, à son entière discrétion, accorder un sursis ou un délai convenable.

Une proclamation du 30 septembre 1914, prorogea d'un mois le moratorium, qui prit ainsi fin le 4 novembre 1914, tandis qu'un accord intervenait le 31 octobre 1914, pour la liquidation du *Stock exchange*. Les termes principaux de cet accord étaient les suivants : Toutes les Banques qui ont la faculté d'émettre du papier monnaie, Clearings Banks ou autres, convenaient de ne pas exiger le remboursement de leurs avances, sans demander de couverture supplémentaire, avant l'expiration d'une période de six mois, à compter du jour de la conclusion de la paix, ou avant l'abrogation de the courts (Emergency powers) act 1914, cité plus haut, le taux de l'intérêt ne dépassant pas celui appliqué aux autres emprunteurs par la Banque d'Angleterre.

De son côté le Gouvernement, sous réserve des conditions ci-dessus, s'arrangeait avec la Banque d'Angleterre pour avancer aux prêteurs 60 % de la valeur des titres détenus à titre de garantie, évalués au cours de liquidation du 29 juillet. Le remboursement des prêts consentis par la Banque d'Angleterre, ne pourrait être exigé avant l'expiration d'une période de douze mois, à compter de la conclusion de la paix ou avant l'abrogation de l'act précité. Quant à l'emprunteur, il pouvait à toute époque rembourser tout ou partie des avances consenties. C'est ainsi que la première liquidation put être effectuée, sans trop de gêne, le 18 novembre 1914. C'est le point sur lequel il faut insister,



et dans chaque pays, nous avons essayé de l'indiquer : avant d'émettre un grand emprunt, le Gouvernement devait dégager le marché des capitaux.

En Allemagne, l'opération s'est effectuée sans trop de peine, grâce à des procédés particuliers et avec la supériorité évidente due à la prévision des événements et à la préparation financière de la guerre. L'Italie, quoique ayant ressenti le choc de la déclaration de guerre, était restée neutre et avait pu surmonter la crise au moyen de la coopération des établissements d'émission, de sorte qu'au printemps 1915 le moratorium atténué par des mesures successives avait pu être supprimé. Lors de la déclaration de guerre, les opérations étaient rentrées dans le régime normal, en ce qui concernait, soit le remboursement des dépôts et des comptes courants, soit l'échéance des effets de commerce.

La France avait pu également obtenir une situation nette, avec l'aide de la Banque de France, à la veille du premier emprunt national.

Enfin la réorganisation du marché financier anglais exécutée avec une rapidité d'autant plus remarquable que les conditions internationales jouaient un rôle important, par le rétablissement de la vie normale en quelques semaines, permettait l'émission du premier emprunt de guerre britannique au mois de novembre 1914, trois mois après l'ouverture des hostilités; et c'est bien en vue des grandes opérations qui allaient être entreprises, que les gouvernements avaient agi ainsi plus dans l'intérêt général des finances nationales que dans celui des banquiers, courtiers et spéculateurs surpris par la déclaration de guerre; c'est ce qu'expliqua le Chancelier de l'Echiquier, M. Lloyd George, dans son discours du 27 novembre 1914, à la Chambre des Communes (1).

---

(1) Cité par G. LACHAPELLE, *op. cit.*, p. 140 et suivantes.

« Nous avons décidé qu'il fallait faire quelque chose et le faire immédiatement, afin d'éviter un run sérieux aux banques et un désastre général. Avant tout, nous avons déclaré un moratorium, d'abord restreint, afin de nous donner le temps de nous retourner. Puis nous avons décidé qu'il fallait prendre des mesures pour restaurer le change national et le Gouvernement a consenti à avancer aux banquiers, au taux de la Banque, des Treasury notes jusqu'à concurrence de 20 % du montant de leurs dépôts. Au début, les banquiers se sont prévalus de cette facilité de circulation pour un montant de près de 13 millions de livres sterling. Je suis heureux de dire que cette somme a été réduite et qu'elle ne s'élève plus actuellement qu'à 244.000 livres sterling environ. Le seul fait de savoir qu'il pouvait être recouru à ces facilités de circulation a donné confiance. Le montant total des currency notes actuellement en circulation s'élève à 33.892.000 livres sterling, consistant en 25.696.000 billets de 1 livre sterling et 16.388.000 billets de 10 shillings.

« La première mesure à prendre ensuite fut de garantir le payement de tous les effets acceptés par des maisons britanniques et d'offrir aux accepteurs un délai raisonnable pour faire rentrer les sommes à eux dues et faire honneur aux lettres de change.

« Nous avons pensé que la Grande-Bretagne, avec 4 milliards de liv. st. de bonnes valeurs étrangères — dont la majeure partie dans des pays nullement affectés par la guerre, — et avec un actif représenté par des charbonnages, terrains, usines, ports, par toute la propriété créée et développée par le commerce, l'habileté et l'énergie de notre peuple, — ce qui peut représenter 13 milliards de liv. st. de plus, — nous avons pensé, dis-je, qu'avec un actif de 18 milliards de liv. st., permettre, ne fut-ce que pendant vingt-quatre heures, que notre crédit fût mis en doute pour une somme

de 350 millions de liv. st. dont la plus grande partie, sinon la totalité, était due à notre peuple, serait un acte de négligence criminelle de la part du Gouvernement.

« Nous avons donc décidé que le moment était venu d'hypothéquer le crédit de l'Etat pour rétablir les changes dont le commerce et l'industrie du pays dépendaient et dont toutes les classes de la communauté, aussi bien négociants que financiers, ouvriers qu'artisans, dépendaient pour leur subsistance.

« Voilà les trois mesures adoptées par nous, la préparation du moratorium, l'introduction de facilités monétaires et la garantie du paiement des effets. Grâce à ces mesures, le caractère irréprochable de la lettre de change anglaise a été préservé et une catastrophe financière — qui eût pu dépasser tout ce que le monde avait jamais vu — a pu être évitée...

« J'arrive maintenant au Stock Exchange. La difficulté, ici, ne résidait pas dans la nature de la transaction, mais dans le fait que vous aviez pour 70 ou 80 millions de liv. st. de valeurs hypothéquées à raison de dettes contractées avant le commencement de la guerre. Si les banques avaient insisté pour le remboursement de ces dettes, toutes ces valeurs auraient été jetées sur le marché. Il n'aurait rien pu advenir de plus fâcheux pour le commerce et le négoce anglais. Les bases du marché en auraient été ébranlées. Ces valeurs auraient baissé d'une façon déplorable, et nous qui sommes à l'heure actuelle les seuls emprunteurs sur le marché, nous nous serions trouvés dans l'impossibilité de lever des fonds sans payer des taux d'intérêts incroyables.

« On a demandé au Gouvernement si, contre garantie que ces valeurs ne seraient pas mises sur le marché avant le délai de six mois après la fin de la guerre, nous ne serions pas disposés à avancer des fonds pour permettre à ceux qui avaient fait des avances sur ces titres de rentrer dans une partie de leurs fonds et de s'en servir jusqu'à la fin de la

guerre. Sur un total atteignant entre 70 et 80 millions de liv. st., 40 ou 50 millions avaient été avancés par les banques et 20 millions, seulement, environ, contre valeurs, par d'autres firmes, institutions et corporations. Nous avons déclaré aux banques que nous ne leur avancerions pas un penny ; que nous les avions aidées pour les lettres de change, que nous leur avons donné des facilités de circulation, et que, par conséquent, elles avaient à prendre directement leurs arrangements avec le *Stock Exchange*. Mais nous avons ajouté que nous avancerions 60 % de la valeur des titres au 29 juillet sur le reste à la condition expresse que les banques s'engageraient à ne pas mettre leurs valeurs sur le marché moins de six mois après la fin de la guerre. C'était pour le Gouvernement une excellente opération, car, sans hypothéquer un seul penny du crédit du Gouvernement nous obtenions la garantie que des valeurs, pour une somme de 50 millions de liv. st., se trouveraient immobilisées jusqu'à la fin de la guerre et que tout danger de dépression du marché était écarté de ce côté.

« C'est une des choses qui contribuèrent à rétablir la confiance. Tout le monde, au *Stock Exchange*, envisageait avec appréhension le jour de la liquidation ; mais ce jour s'est passé si tranquillement qu'il n'a nui en rien à un grand emprunt qui a été émis à la même époque et qu'il n'y a pas eu un seul appel au crédit du Gouvernement. Jusqu'à présent, le Gouvernement n'a pas eu à avancer un seul billet de 5 livres pour cela. Ce fut également une bonne opération pour le contribuable, car nous sommes arrivés à maintenir ainsi un taux d'intérêts peu élevé pour les fonds empruntés et nous n'avons pas perdu un penny. De plus, il était important que nous eussions un certain contrôle sur le *Stock Exchange*. Aussi nous avons conclu un arrangement en vertu duquel le *Stock Exchange* ne peut ouvrir sans l'autorisation de la Trésorerie et en se conformant aux

conditions que la Trésorerie jugera convenable de lui imposer.

« Nous avons également pu rouvrir le *Liverpool Cotton Exchange* moyennant une garantie du même genre et là encore il ne nous a pas été demandé un penny pour cette transaction. Il y a, dans les villes de province, un bon nombre de négociants qui envoyaient des marchandises sur le continent sans être couverts par des lettres de change : ils se contentaient de débiter leur client, envoyaient leur facture et recevaient un chèque en échange. Actuellement, ils ne peuvent avoir leur argent et n'ont pas de crédit en banque. Nous avons conclu, en ce cas, qu'il était bon de les aider jusqu'à concurrence de 50 % du montant de leurs créances et à condition que les banques locales interviendraient pour 25 %. Il a été suggéré d'abord que nous aurions dû nous charger du tout ; mais la difficulté était que nous ne connaissions rien à ces créances et que nous n'avions pas les moyens d'en contrôler la nature. Nous aurions pu constituer des comités locaux, mais je ne sais vraiment quel genre de comités. Nous n'aurions pu avoir ni les Chambres de commerce locales, ni les banques. Mais si les banques étaient disposées à se charger de 25 % des engagements, cela suffisait, car ces banques connaissent leurs hommes et savent le genre d'affaires qu'ils pratiquent. Il est déjà parvenu des demandes, relativement à ce genre de dettes, pour une somme de 16 millions de livres et nous espérons être en mesure de faire quelque chose à bref délai.

« J'ai montré ce qu'il est advenu de ces lettres de change. Sur les 300, 400 ou 500 millions de livres sterling en lettres de change reposant sur le crédit britannique au début de la guerre, la totalité des fonds a été versée et pas un étranger ne peut montrer une lettre de change d'une maison sérieuse à laquelle il n'a pas été fait honneur. A l'avenir, les affaires pourront être reprises et continuées avec l'assurance que ces



lettres de change offrent une garantie absolue. C'est quelque chose d'incalculable pour le commerce britannique. Malgré cette grande guerre mondiale, nous avons toujours la suprématie dans le commerce international. Le marché monétaire britannique se trouve actuellement en meilleure situation que n'importe quel autre marché. Nous empruntons ici, au moment même où nous sommes engagés dans une guerre qui nous coûte de 300 à 600 millions de livres sterling par an, et d'autres pays viennent également chez nous pour emprunter. »

## II. — Ressources du marché monétaire.

### Accroissement des dépôts en banque.

Les emprunts de guerre ont bénéficié des ressources mises à la disposition du marché monétaire, ressources dont l'abondance peut être constatée chez tous les belligérants. C'est grâce à leur extraordinaire accroissement, à mesure que la guerre se déroulait, que les gouvernements ont continué à voir à leur appel affluer vers leurs caisses les sommes considérables qui assuraient le succès des emprunts.

L'extension des disponibilités ordinaires des banques de crédit et le gonflement de leur portefeuille s'est particulièrement manifesté à partir de 1916.

Si l'on considère en Angleterre les opérations des banques, à l'exception de la Banque d'Angleterre, on trouve une augmentation de leurs dépôts par rapport à la fin de 1914, de 9 % fin 1915, de 27 % fin 1916, 50 % fin 1917 et 75 % fin 1918, c'est certainement une des progressions les plus remarquables.

En même temps les escomptes et les avances sur titres

correspondaient à 60 % des dépôts en 1915, 50 % en 1916, 48 % en 1917 et 51 % en 1918.

SITUATION EN MILLONS DE L. ST. DES BANQUES ANGLAISES

|                            | 1914-1915 | 1915-1916 | 1916-1917 | 1917-1918 | 1918-1919 |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Dépôts.....                | 1.435     | 1.244     | 1.444     | 1.706     | 1.988     |
| Caisse et Crédits à vue... | 340       | 330       | 454       | 528       | 612       |
| Escomptes et avances....   | 701       | 631       | 694       | 874       | 1.025     |
| Titres.....                | 225       | 422       | 440       | 464       | 520       |

Le bilan des principales banques italiennes (Banque commerciale italienne, Banque italienne d'escompte, Crédit italien et Banco di Roma) offrent en prenant pour base les chiffres de juillet 1914, une augmentation de leurs plus importantes disponibilités de 3 % fin 1915, 76 % fin 1916, 189 % fin 1917, 344 % fin 1918; aux mêmes dates, le portefeuille sur l'Italie, qui en 1914 correspondait à 53 % des disponibilités, était de 51 % en 1915, 64 % en 1916, 59 % en 1917, 55 % en 1918.

SITUATION DES BANQUES ITALIENNES (1)

(en millions de Lire)

|                               | Juil 1914 | Déc. 1915 | Déc. 1916 | Déc. 1917 | Déc. 1918 |
|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Comptes Cour. et Dépôts.      | 730       | 483       | 765       | 1.163     | 1.969     |
| Correspondants créditeurs     | 1.002     | 1.301     | 2.290     | 3.839     | 5.725     |
| Caisse.....                   | 135       | 204       | 278       | 382       | 488       |
| Portefeuille sur l'Italie.... | 930       | 910       | 1.967     | 2.972     | 4.256     |
| Avances et reports.....       | 198       | 136       | 180       | 189       | 602       |
| Correspondants débiteurs.     | 742       | 729       | 1.003     | 1.955     | 2.925     |

(1) Les chiffres de 1914 comprennent la Société Bancaire Italienne et la Société Italienne de Crédit Provincial au lieu de la Banque Italienne d'Escompte.

En France, toutefois, le niveau normal des dépôts des grandes sociétés de crédit n'a été atteint qu'en 1917 et l'on ne trouve pas de progressions analogues à celles constatées en Angleterre et en Italie; si l'on prend la situation des qua-

tre banques : Crédit Lyonnais, Comptoir National d'Escompte, Société Générale, Société Générale de Crédit Industriel et Commercial, on constate par rapport à juin 1914 que les principales disponibilités avaient diminué de 33 % fin juin 1915, 21 % fin 1916 pour augmenter de 8 % en 1917 et de 20 % en 1918. Le mouvement de leur portefeuille s'élevait à 61 % des disponibilités en 1914, 52 % en 1915, 57 % en 1916, 63 % en 1917, 69 % en 1918. La situation particulière de la France s'explique par la durée plus longue de la liquidation du moratorium des banques et par l'influence que cette circonstance a eu sur les rapports des banques et du public dans notre pays ; telle est la raison pour laquelle les bilans des banques ne traduisent pas exactement les ressources du marché monétaire français.

#### SITUATION DES BANQUES FRANÇAISES

(en millions de francs)

|                                       | Juin 1914 | Déc. 1915 | Déc. 1916 | Déc. 1917 | Déc. 1918 |
|---------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Dépôts à vue et Comptes courants..... | 5.455     | 3.595     | 4.263     | 5.963     | 6.705     |
| Dépôts à échéance.....                | 380       | 347       | 356       | 323       | 318       |
| Caisse.....                           | 617       | 1.022     | 1.075     | 1.277     | 870       |
| Portefeuille.....                     | 3.532     | 2.042     | 2.661     | 3.976     | 4.825     |
| Avances et Reports.....               | 1.081     | 729       | 671       | 667       | 617       |
| Comptes Cour. débiteurs..             | 1.920     | 1.208     | 1.188     | 1.362     | 1.670     |

M. Rist, d'après les statistiques de *die Bank*, donne les comptes courants créditeurs des sept grandes banques berlinoises qui permettent de tirer les mêmes conclusions qu'en Angleterre ou en Italie.

#### COMPTES COURANTS CRÉDITEURS DES SEPT GRANDES BANQUES DE BERLIN

(en millions de marks)

|                       |       |                       |        |
|-----------------------|-------|-----------------------|--------|
| Au 31 décembre 1912.. | 4.263 | Au 31 décembre 1916.. | 9.046  |
| » 1913..              | 4.307 | » 1917..              | 14.771 |
| » 1914..              | 5.058 | » 1918..              | 19.126 |
| » 1915..              | 6.573 |                       |        |

Le Bankverein suisse dans un tableau récapitulatif montre le phénomène de l'accroissement des dépôts dans les banques, en prenant pour base de comparaison les chiffres de l'année 1913.

ACCROISSEMENT DES DÉPÔTS DANS LES BANQUES  
CHEZ LES BELLIGÉRANTS  
(en livres sterling)

| PAYS            | ANNÉE | MONTANT       | ANNÉE | MONTANT       |
|-----------------|-------|---------------|-------|---------------|
|                 |       | L. st.        |       | L. st.        |
| Angleterre..... | 1913  | 1 104.379.000 | 1918  | 2.250.000.000 |
| France.....     | »     | 265.554.000   | »     | 434.575.000   |
| Italie.....     | »     | 81.427.000    | »     | 359.016.000   |
| Allemagne. .... | »     | 543.157.000   | »     | 1.472.043.000 |

On ne peut distinguer dans ces chiffres le montant de l'épargne destiné au placement et les fonds de roulement ou de caisse, qui certainement, étant donné les habitudes de payer comptant et la hausse des prix, ont dû être plus considérables, mais cependant il ressort aussi de cette augmentation l'indice de la progression des ressources liquides du pays, malgré leur absorption continue par les emprunts. D'une faible progression en ce qui concerne la France, il ne faudrait point se hâter de conclure en sens inverse; comme on l'a dit, ce sont les résultats de la politique des banques et les dispositions du public qui apparaissent dans les faibles progressions du chiffre des dépôts.

En France et en Italie, les opérations des banques d'émission, non compris les avances au Trésor, font également ressortir une augmentation proportionnelle importante.

Les bilans pour l'année 1914-1916 de la Banque de France indiquent une augmentation du portefeuille commercial de 417 millions et de 587 millions de la rubrique des avances sur titres, soit respectivement 27 et 82 %. Si l'on compare

les chiffres de 1914-1918, les accroissements sont de 847 millions soit 55 % pour le portefeuille commercial et de 521 millions soit 72 % pour les avances sur titres. Il faut remarquer que dans le portefeuille commercial ne figurent point les effets prorogés qui étaient, en 1918, de 1.026 millions et qui avaient sensiblement diminué depuis 1914 où ils s'élevaient à 3.478 millions.

Les trois instituts d'émission italiens donnaient les chiffres suivants (en millions de lire):

|               | PORTFEUILLE SUR L'ITALIE | AVANCES SUR TITRES |
|---------------|--------------------------|--------------------|
| 1914-1916.... | + 190 (29 %)             | + 275 (235 %)      |
| 1914-1918.... | + 705 (103 %)            | + 819 (700 %)      |

Ici il y a lieu de déduire du portefeuille la partie représentée par les Bons du Trésor escomptés sur le marché et les réescomptes au consortium, pour subvention sur valeurs industrielles et marchandises, pour avoir le total exact des effets commerciaux, soit, pour les quatre armées de guerre, les déductions suivantes :

TABLEAU DONNANT LE TOTAL EXACT DES EFFETS COMMERCIAUX  
EN ITALIE  
(en millions de lire)

|                               | 1915  | 1916  | 1917    | 1918    |
|-------------------------------|-------|-------|---------|---------|
| Total du Portefeuille...      | 681.5 | 831.8 | 1.091.0 | 1.307.2 |
| Bons du Trésor.....           | 40.5  | 336.7 | 396.6   | 440.6   |
| Réescompte au Consortium..... | 9.8   | 12.6  | 7.3     | 9.4     |
| Reste.....                    | 631.2 | 482.5 | 688.4   | 857.2   |

En fin de compte il reste à noter une diminution de 25 % du portefeuille commercial proprement dit, de 1914 à 1916, et une augmentation de 33 % de 1914 à 1918.



L'on peut trouver les mêmes indications générales dans l'augmentation des principaux postes de la banque d'Angleterre, tels qu'ils sont donnés par M. Raffalovich (1) :

|                                    | EN MILLIONS DE LIVRES STERLING |                                 |
|------------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|
|                                    | Juillet 1919                   | Différence<br>avec juillet 1914 |
| Dépôts (autres que ceux de l'Etat) | 166.9                          | +112.3                          |
| Fonds publics .....                | 98.7                           | + 87.6                          |
| Autres (portefeuille, avances).... | 83.5                           | + 33.8                          |

#### Disponibilités des Caisses d'épargne et Coopératives de crédit en Allemagne.

Pour rechercher un dernier indicé des disponibilités monétaires, il reste à considérer enfin la situation des caisses d'épargne et des caisses coopératives de crédit dont le fonctionnement et le régime sont particuliers à l'Allemagne.

Relativement aux Caisses d'épargne, M. Rist (2) fait remarquer que pour la période d'avant guerre l'excédent annuel des versements sur les retraits ne dépassait guère 5 à 600 millions de marks non compris les intérêts versés s'élevant à 700 millions environ.

Les cinq premiers mois de la guerre marquèrent un excédent de 800 millions. Cet accroissement extraordinaire vu les circonstances a pris des proportions encore plus considérables en 1915 où l'excédent des versements sur les retraits, y compris les intérêts, s'élevait à 3 milliards 1/2 de marks. Après un arrêt en 1916, il y a eu un bond d'un nouveau milliard en 1917 et le chiffre atteint 6 milliards en 1918.

La *Frankfurter Zeitung*, du 16 mars 1918, notait d'une façon générale l'abondance des capitaux sur le marché, et

(1) A. RAFFALOVICH, *Le Marché financier pendant la guerre*, p. 117, Alcan, 1920.

(2) *Op. cit.*, p. 76.

estimait à 20 milliards les dépôts dans les banques ; le 8 avril, elle indiquait que les Caisses d'épargne accusaient pour leur part, une augmentation d'environ 3 milliards 1/2 de leurs dépôts pour l'année 1917.

Les chiffres fournis par les Caisses d'épargne sont particuliers à l'Allemagne, et doivent leur importance au rôle de véritables banques que jouent ces institutions, sans qu'il y ait de maximum aux versements, avec un intérêt supérieur de 3 1/2 à 4 % pour les dépôts, avec toutes les facilités dues à l'emploi de chèques et de virements.

La forte organisation des Caisses coopératives de Crédit (Kreditgenossenschaften) est bien connue et n'a d'équivalent dans aucun autre pays. Leur situation est un indice sérieux du développement des capitaux d'épargne liquides que l'on vient déjà de constater, dans les Caisses d'épargne ; leur rôle, qui en temps de paix consiste en opérations de crédit, telles que prêts à l'agriculture et à la petite industrie, s'est modifié avec la guerre, et si elles sont devenues des prêteurs à court terme de l'Empire, des Etats et des Communes, elles ont également développé leur fonction de Caisse d'épargne et ont recueilli notamment les capitaux d'exploitation momentanément sans emplois.

M. Rist cite la situation de deux principales caisses ; la caisse centrale Raiffeisen (Landwirtschaftliche Zentralkreditkassen) montre au 31 décembre 1913 un chiffre de dépôt de 79 millions de marks, qui s'élevait à 172 millions au 31 décembre 1915, 256 au 31 décembre 1916, 429 au 31 décembre 1917, et si l'on remarque que dans l'intervalle elles avaient souscrit 660 millions aux emprunts de guerre, l'apport des fonds s'élevait à plus de 1 milliard.

La « Caisse centrale prussienne » présentait au 31 décembre 1915, 374 millions de comptes courants créditeurs contre 100 au 31 décembre 1914 et 91 en 1913. Ces chiffres passaient à 514 millions en 1916 et 826 fin 1917.

Ainsi est constatée l'existence des ressources où l'Etat pouvait puiser pour l'émission des grands emprunts ; il s'agit bien entendu d'un accroissement des disponibilités monétaires et non d'un accroissement des richesses.

**Origine de ces ressources,  
bénéfices de guerre, extension de la circulation.**

Si l'on recherche l'origine de ces ressources extraordinaires (sans lesquelles les prévisions des économistes auraient pu se réaliser, lorsqu'ils fixaient une limite à la Dette publique) on trouve à leur base trois faits : un régulier, qui consiste en l'épargne normale du temps de paix, le second dû aux bénéfices de guerre, le troisième et le plus important relève de l'augmentation de la circulation de papier et du développement des crédits en banque.

Il n'est pas nécessaire d'insister longuement sur les bénéfices de guerre : très connus en France, ils n'ont pas été moins exagérés en Angleterre et surtout en Allemagne.

Dans son rapport du 11 mars 1918, le « Select Committee on National Expenditures » déclarait, en ce qui concerne les bénéfices réalisés par les usines de munitions soumises à l'impôt sur les bénéfices extraordinaires (Excess profit duty) ou prélèvement sur les munitions (munitions levy), qu'il ressortait du tableau dressé pour connaître les résultats de l'impôt durant une année de contrôle que, dans l'ensemble, 26 maisons prises au hasard avaient réalisé au cours de cette année près de cinq fois le montant de leurs bénéfices normaux. Après déduction de l'impôt, elles réalisaient encore dans l'ensemble deux fois leurs bénéfices normaux, sans compter l'amortissement spécial.

En Allemagne un tableau établi par M. Rist donne les dividendes moyens pour 6 groupes d'entreprises. (Voir tableau page 229.)

| DIVIDENDES  | GROUPEMENTS                                  |
|-------------|----------------------------------------------|
| 14 pour 100 | pour les 28 Sociétés fabricant des machines. |
| 8 » 100     | » 22 Sociétés électriques.                   |
| 13 » 100    | » 29 Compagnies houillères.                  |
| 17 » 100    | » 18 Sociétés chimiques.                     |
| 8 » 100     | » 8 Filatures par actions.                   |
| 7 » 100     | » 15 Banques.                                |

Si l'on prend quelques sociétés individuellement, la Société Daimler par exemple, les dividendes montent à 35 % tandis que ses réserves passent de 5 millions 1/2 à 8 millions de marks. En outre, beaucoup de sociétés allemandes ont remboursé leur dette obligataire, en faisant accepter souvent à leurs créanciers des titres d'emprunts de guerre, opération très profitable peut-être pour elles-mêmes, mais aussi pour l'Etat.

La circulation et l'extension des crédits ont été les causes les plus importantes de l'augmentation apparente de la richesse publique dans toutes ses manifestations, elles seront examinées plus loin dans la mesure où leur développement a été dû aux avances à l'Etat ; mais dès à présent, il est facile de voir que l'accroissement de la circulation a précédé celui de la dette publique à long terme. Le mouvement proportionnel a été le suivant, compte tenu des émissions d'Etat pour l'Angleterre, l'Italie et l'Allemagne, et en outre pour cette dernière, des billets des Darlehnskassen (1).

|                 | Fin 1916 | Fin 1918  |
|-----------------|----------|-----------|
| Italie.....     | 127 0/0  | 398 0/0   |
| France.....     | 176 0/0  | 415 0/0   |
| Allemagne.....  | 316 0/0  | 1.179 0/0 |
| Angleterre..... | 393 0/0  | 888 0/0   |

(1) G. SANTOPONTE, *op. cit.*, page 17.

Le marché monétaire était dominé pendant la guerre par deux phénomènes principaux, l'émission toujours plus ample des valeurs publiques et celle toujours plus considérable du papier monnaie; l'abondante circulation de papier et l'exagération des crédits, causées non par les nécessités de l'industrie et du commerce, mais par les besoins de la guerre, provoquaient un large reflux de fonds auprès des établissements de crédit et d'épargne. Une chaîne aux maillons nettement visibles relie les billets de banque, les titres des emprunts émis par l'Etat, les opérations actives et passives des banques ordinaires et les avances des établissements d'émission.

---



## CHAPITRE IV

### TECHNIQUE GÉNÉRALE DES EMPRUNTS

---

Les souscriptions des quatre emprunts de la Défense nationale ont été faites en France sous diverses formes. On s'est attaché à donner le maximum de facilités au public. Le Gouvernement s'est assuré en outre le concours des banques et en particulier de la Banque de France, tandis que le Gouvernement italien s'appuyait sur un consortium; en Angleterre, le même rôle était joué par la Banque d'Angleterre, et en Allemagne par les banques, les caisses d'épargne, les coopératives de crédit, le tout soutenu par un organisme particulier, les caisses de prêts de guerre (Kriegsdarlehnkassen).

#### **I. — Modalités de paiement et admission à la souscription des titres à court terme et des rentes précédemment émises.**

##### **FRANCE**

Autorisation de retrait des dépôts de Caisses d'épargne. — Reprise du 3 % et du 3 1/2 %, des bons et obligations de la Défense nationale. — Désaccord sur l'admission des coupons. — Acceptation des coupons russes en paiement du 4<sup>me</sup> emprunt.

La loi du 16 novembre 1915 admettait à la souscription de l'emprunt français 5 %, en dehors du numéraire et dans une certaine mesure, les sommes inscrites sur les livrets de

caisse d'épargne, les rentes 3 % perpétuelles, les rentes 3 1/2 % amortissables, les bons et obligations de la Défense nationale.

« Il est certainement désirable, disait l'exposé des motifs, que les déposants, tant de la Caisse nationale d'épargne que des caisses d'épargne ordinaires puissent contribuer dans la mesure de leurs ressources aux besoins de la défense nationale. Or, le décret du 30 juillet 1914, par lequel le Gouvernement a usé de la faculté que lui donnait l'article 3 de la loi du 20 juillet 1895, limite les retraits à une somme de 50 francs par quinzaine, et les déposants ne pourraient, si cette limitation n'était atténuée, contribuer à l'emprunt conformément à leur désir. Nous demandons qu'à l'occasion de l'emprunt et pendant toute la durée de l'émission, les déposants soient autorisés à appliquer le montant de leurs dépôts à la libération jusqu'à concurrence de la moitié de leurs souscriptions. Il est juste de n'accorder ce bénéfice qu'à ceux des déposants qui feront un effort personnel et dont la souscription n'apparaîtrait pas seulement comme un moyen d'augmenter leurs revenus de la différence entre le taux d'intérêt servi par les caisses d'épargne et le taux du nouvel emprunt. »

L'article 5 de la loi autorisait la libération des souscriptions jusqu'à concurrence du 1/3 par la remise de titres 3 %, le taux d'évaluation fut fixé par le décret du 16 novembre 1915 à 22 francs par franc de rente, coupon du 1<sup>er</sup> janvier détaché. L'avantage était évident pour les porteurs de 3 %, aussi beaucoup d'entre eux réclamèrent-ils le bénéfice de l'échange. Leur fonds était racheté à 66 francs, et on leur donnait en échange du 5 % à 88 francs. Si l'on considère le 5 % au pair, la parité du 3 % est à 60 francs, prix auquel il rapporte 5 %. Cette opération devait donner le résultat suivant : le cours du 3 % ne dépasserait pas désormais 60 francs et descendrait au-dessous dans la proportion où le

5 % allait s'éloigner du pair. Au cours d'émission à 88 francs, le cours correspondant du 3 % était de 53 francs.

Le Gouvernement a voulu éviter en partie cette dépréciation en donnant aux porteurs une compensation, en leur permettant de limiter la perte qu'ils subissaient par suite de la création à bas prix d'un fonds 5 %. Pour réparer effectivement l'injustice, si l'on peut considérer à ce point la chute indirecte des cours, il aurait fallu diminuer la proportion, pour les versements, entre les titres et le numéraire. Il est certain que beaucoup de petits rentiers ont été atteints parce qu'ils ne pouvaient disposer du complément nécessaire pour transformer leur portefeuille.

D'autre part, si le Gouvernement escomptait par cette mesure accroître les souscriptions par l'attrait de la combinaison en bénéficiant de l'apport complémentaire des 2/3 en numéraire, son espoir ne s'est guère réalisé, et en outre on peut croire que les souscripteurs qui ont apporté des fonds 3 % et leur argent disponible, auraient apporté ce dernier même sans l'avantage spécial qui leur était octroyé.

Cette mesure avait été inspirée par l'exemple de l'Angleterre, et M. Ribot la justifiait en ces termes devant la Chambre le 12 novembre 1915, quelques jours avant l'émission :

« Ce n'est pas seulement, Messieurs, une question de haute bienveillance vis-à-vis des anciens créanciers de l'Etat qui méritent pourtant d'être ménagés, car ils sont venus à l'Etat quand il avait besoin de leur concours. Mais, si nous laissons de côté toute question de sentiment, il est de l'intérêt public, il est de l'intérêt du crédit de l'Etat lui-même de protéger, contre une baisse excessive, des rentes qui se trouvent encore dans un si grand nombre de familles françaises.

« J'espère que ces porteurs de 3 % reconnaîtront l'effort que nous allons faire en leur faveur, en apportant eux-

mêmes de nouveaux fonds à la souscription, car ce n'est pas gratuitement que nous convertissons le 3 % ou une partie du 3 % en 5 %; c'est, — comme on l'a fait en Angleterre, — à la condition que les porteurs de 3 % reconnaissent le bénéfice qu'on leur accorde en souscrivant pour deux tiers en argent, en bons ou en obligations, et pour le troisième tiers seulement en titres 3 %. Sans doute, il y aura, comme en Angleterre, une charge temporaire pour l'Etat; mais, en étudiant de très près la question, on s'aperçoit que cette charge a sa compensation, au moins partielle, dans l'amortissement qui résulte de l'opération et dans les conversions ultérieures qui sont rendues possibles. Le 3 % est aujourd'hui si loin du pair, du taux de remboursement, que nous ne pouvons pas espérer pouvoir le ramener à  $2\frac{3}{4}$  % ou à  $2\frac{1}{2}$  %. Converti en 5 %, il rapportera sans doute un intérêt plus fort pendant un certain nombre d'années, mais il pourra être converti le jour où le cours de la Bourse le permettra. Supposez par exemple, que nous faisons, quinze ans après l'émission de l'emprunt, une conversion en 4 %. Ce jour-là nous n'aurons plus de charge supplémentaire à supporter. Le sacrifice aura disparu. Si nous avons donné 5 francs de rente 5 % pour 4 francs de rente 3 %, nous aurons à payer 4 francs comme nous faisons avant la conversion et le jour où nous aurons pu convertir en 3 %, c'est pour nous que sera le bénéfice; nous ne paierons plus que 3 francs au lieu de 4 francs. Je ne dis pas que ce soit un mode idéal d'amortissement; il est plus onéreux que le mode ordinaire; mais je dis que la charge actuelle trouve une compensation, ou une atténuation tout au moins, dans l'amortissement réalisé et dans la diminution future des intérêts que l'Etat aura à payer. »

Quoiqu'il en soit l'Etat a acheté le 3 % 66 francs au 15 décembre 1915, c'est-à-dire en tenant compte du coupon à 65 francs 375; le taux d'intérêt effectif du 3 % ressort

ainsi à 4,668  $\%$ , et l'Etat a racheté une partie de sa dette à ce taux, en en créant une correspondante à 5,73  $\%$ .

L'art. 3 de l'arrêté du 16 novembre 1915 fixait le mode de reprise des bons et obligations de la Défense Nationale et des titres 3 1/2  $\%$  amortissables. La portion acquise de la prime d'amortissement des obligations était fixée à 0,25 centimes  $\%$  de capital nominal et le nombre de jours pour lesquels les intérêts des bons étaient à déduire du capital nominal devait être ramené à 10 ou à un multiple de 10 immédiatement inférieur. Le prix des obligations ressortait ainsi au 15 décembre à 95 francs 92  $\%$ . Les rentes 3 1/2  $\%$  étaient reçues au prix de 91 francs plus les arrérages courus jusqu'au 15 décembre, c'était là un avantage plus considérable que celui consenti aux porteurs de 3  $\%$ . A la parité avec le cours d'achat du 3  $\%$ , le 3 1/2 valait 77 francs ; mais les motifs qui avaient poussé le Gouvernement, ont été déjà indiqués : il s'agissait de débarrasser le marché de cet emprunt non classé, et c'est la raison des sacrifices consentis. De fait, le retrait a été aussi complet qu'on pouvait l'espérer.

La loi du 15 septembre 1916 admettait les mêmes modes de souscription, toutefois, était écartée la conversion des rentes 3  $\%$  en rente du nouvel emprunt, le Gouvernement ayant reconnu que d'une part il en résultait une charge importante et de l'autre que le cours se maintenait suffisamment en bourse, pour qu'on n'ait pas à craindre un déclassement trop considérable de cette rente.

La clause de sauvegarde prévue par les articles 3 et 5 de la loi du 20 juillet 1895, qui limitait les remboursements à 50 francs par quinzaine ayant été supprimée avant l'ouverture de la souscription, les déposants des caisses d'épargne avaient la faculté de retirer l'intégralité de leurs fonds, sans qu'il soit nécessaire d'une dérogation spéciale en vue de l'emprunt. On peut noter en passant que lors de l'emprunt de 1915 la faculté de faire des remplois en rentes 5  $\%$



n'avait été utilisé par les déposants que dans une faible mesure.

La souscription à l'emprunt émis en vertu de la loi du 26 octobre 1917 s'est distinguée sur un point particulier des précédentes. Le montant du capital de l'emprunt a été limité à 10 milliards sous les réserves suivantes :

Afin de permettre une consolidation aussi large que possible, n'étaient pas soumises à réduction les souscriptions constituées en bons et obligations de la Défense Nationale, ou en titres 3 1/2 % amortissables. Une autre atteinte a été portée au caractère limité de l'émission en vue de faciliter à la petite épargne la souscription au nouveau fonds ; toutes les souscriptions en numéraire ne dépassant pas le chiffre de 300 francs de rente fixé par l'arrêté du ministre des finances du 1<sup>er</sup> novembre 1917 étaient considérées comme irréductibles.

En prévision du cas où les souscriptions irréductibles égaleraient ou dépasseraient le maximum fixé pour l'émission, ce qui par conséquent aurait écarté les grosses souscriptions, le Gouvernement avait prévu l'extension automatique du montant de l'emprunt, à l'art. 4.

« Dans le cas où le capital effectif représenté par les souscriptions irréductibles excéderait la somme de 8 milliards, le chiffre prévu à l'article premier de la présente loi serait augmenté, dans la limite du montant total des souscriptions, d'un capital effectif égal à l'excédent. » Le projet du Gouvernement avait seulement prévu le cas où les souscriptions irréductibles atteindraient 9 milliards, la part maxima des grosses souscriptions ne s'élevant qu'à 1 milliard. La Chambre porta cette marge à 2 milliards, en fixant à 8 milliards le montant du capital correspondant aux petites souscriptions et à partir duquel serait élevé, dans les mêmes conditions, le maximum de l'émission. On peut signaler à cette occasion que le projet du Gouvernement proposait d'admettre à

la souscription avec une bonification de 100 %/o, les intérêts des emprunts 5 %/o. Cette mesure fut repoussée par la Commission du budget.

Le dernier emprunt émis pendant la guerre en 1918, a fait l'objet, en ce qui concerne la souscription, de notables innovations.

Les Bons et Obligations de la Défense Nationale ont continué à être admis, mais une mesure de faveur a été prise à leur sujet. « Les Bons et les Obligations de la Défense Nationale, déclarait l'exposé des motifs, seront, conformément aux dispositions en vigueur, admis en libération des souscriptions et nous avons cru équitable d'attribuer une légère prime aux porteurs qui convertissant ces valeurs en rentes perpétuelles donnent au Trésor une seconde marque de fidélité. »

Les Gouvernements de tous les pays ont toujours présenté ces opérations comme une marque de reconnaissance envers le public; en réalité, l'Etat plus que le public y trouvait son intérêt, puisqu'il s'agissait d'emprunt de consolidation.

La valeur de reprise évaluée comme pour les précédents emprunts était majorée de 0 fr. 50 %/o pour les obligations et pour les bons à six mois et un an, et de 0.725 %/o pour les bons à un mois et trois mois. Pour les mêmes motifs, on admettait la reprise des Bons du Trésor, qui vers cette époque, par suite du relèvement du taux de l'intérêt, avaient repris quelque importance, et justifiaient cette nouvelle disposition.

La Commission du Budget avait repoussé au moment de l'émission du 4 %/o 1917, l'admission à la souscription des arrérages des emprunts précédents avec une bonification égale à la valeur de ces arrérages, le résultat aurait été de payer d'avance et d'en doubler le montant, privilège certainement excessif, mais motivé par la nécessité de faire face à

l'échéance, dont par ce moyen l'Etat se débarrassait. Lors du dernier emprunt, les arrérages furent bien admis, mais sans aucune majoration en leur faveur ; ainsi que l'exprime le rapporteur, la mesure ne constituait plus dès lors qu'un avantage assez restreint et présentait plutôt le caractère d'un moyen de Trésorerie, que d'une faveur budgétaire ; un trimestre était simplement payé avec une certaine avance, mais en retour l'Etat évitait les paiements effectifs aux échéances normales et d'ailleurs assez rapprochées.

La dernière disposition a été prise en vue de tempérer l'effet désastreux produit sur le public à la suite de la défection Russe et de la paix de Brest-Litowsk, en février et mars 1918. Les Décrets du Gouvernement des Soviets des 21 février 1918 et 7 mars 1918, consummaient l'annulation de la dette extérieure.

Le 28 mars était publiée au sujet des engagements de la Russie, la déclaration franco-britannique suivante :

« Les Gouvernements de la Grande-Bretagne et de la France sont tombés d'accord pour publier la déclaration suivante :

« Le Gouvernement impérial russe, quand il a contracté, représentait incontestablement la Russie et l'obligeait définitivement.

« Cet engagement ne peut-être répudié par l'autorité, quelle qu'elle soit, qui commande ou qui commandera en Russie, sans quoi la base même du droit international se trouverait ébranlée.

« Autrement, il n'y aurait plus de sécurité dans les relations entre Etats ; il deviendrait impossible de traiter un contrat à longue échéance, si ce contrat risquait d'être méconnu. Ce serait la ruine du crédit des Etats au point de vue politique comme au point de vue financier. Un Etat ne trouverait plus à emprunter dans des conditions normales, si les prêteurs n'avaient de garanties que dans le maintien de la

Constitution, en vertu de laquelle le Gouvernement emprunteur représentant le pays, faisait appel au crédit.

« Aucun principe n'est mieux établi que celui d'après lequel une nation est responsable des actes de son Gouvernement, sans qu'un changement d'autorité affecte les obligations encourues.

« Les obligations de la Russie subsistent ; elles s'imposent et s'imposeront au nouvel Etat ou à l'ensemble des nouveaux Etats qui représentent ou représenteront la Russie. »

L'inexécution par la Russie de ses engagements pouvait avoir une répercussion défavorable sur les dispositions de l'épargne, au moment où on allait avoir de plus en plus besoin de son concours. Le Gouvernement Français admit donc à la souscription les arrérages des emprunts émis ou garantis par l'Etat Russe, échus ou à échoir pendant l'année 1918 et afférents à des titres se négociant et possédés en France par des Français, jusqu'à concurrence de la moitié au maximum du montant total de chaque souscription.

« Nous estimons, disait l'exposé des motifs, qu'il est équitable et conforme aux intérêts du Trésor de permettre aux Français possédant des titres émis ou garantis par l'Etat Russe de constituer leur souscription, à concurrence de la moitié au maximum, par la remise des arrérages de leurs titres échus ou à échoir au cours de l'année 1918. Il s'agit ici, d'un public extrêmement nombreux qui, dans ses placements antérieurs a manifestement donné la preuve qu'il n'était pas indifférent aux suggestions de l'intérêt national et qui, nous en avons l'assurance, sera heureux de répondre à la mesure prise par l'Etat, en dépassant largement l'effort minimum qui lui est demandé. »

Il est certain que les porteurs de ces valeurs étaient en général de petits souscripteurs dont beaucoup se trouvaient dans une situation gênée ; il ne faut pas oublier que c'est sur l'encouragement du Gouvernement français qu'ils avaient

apporté leurs fonds aux emprunts russes, et l'on ne devait pas les laisser sous l'influence d'un sentiment compréhensible de déception.

## ANGLETERRE

Effet de l'émission du premier War Loan sur le cours des consolidés. — Leur admission au War Loan en 1915. — Conversion des premier et deuxième emprunts en titres du troisième.

Du point de vue particulier auquel jusqu'ici nous avons considéré les souscriptions, l'Angleterre a présenté les aspects suivants : Lors du premier emprunt en novembre 1914, les versements durent être effectués totalement en numéraire. On se préoccupa cependant de l'influence qu'allait avoir sur la masse des consolidés déjà existant, l'émission de 3 1/2 % remboursable au pair en 10-13 ans. On put dire que cet effet avait été nul, et à cette époque le cours des consolidés se maintint uniformément au taux de 68 1/2, mais il faut remarquer que le Stock-Exchange était fermé et que ce cours était artificiel. Si bien que lors de la réouverture, le 4 Janvier 1915, les transactions furent interdites au-dessous d'un certain cours. Le Gouvernement britannique devait donc revenir, au moment de l'émission de l'emprunt suivant, sur les déclarations du secrétaire financier de la Trésorerie, M. Montagu, qui soutenait qu'«une baisse du cours des fonds publics d'un pays en guerre est le résultat inévitable de l'émission de gros emprunts en vue de couvrir les dépenses de guerre. Ceci doit être considéré comme l'un des risques acceptés par celui qui fait un placement en ces valeurs. Les mesures particulières touchant la crise ont eu en grande partie pour objet d'empêcher la réalisation forcée de titres; ainsi elles ont tendu directement à maintenir les prix. Il serait tout à fait impossible, en prévision des appels au pays



pour la continuation de la guerre de donner des bénéfices extra-contractuels aux porteurs de consolidés en vue de maintenir artificiellement le prix de ces valeurs même si une pareille manière d'agir pouvait être adoptée sans violer la justice qui est due aux contribuables. »

Lors de l'émission du deuxième emprunt en 1915, le Gouvernement autorisait la conversion en nouveaux titres des anciennes dettes de la Grande-Bretagne soit, les consolidés 2 1/2, les annuités 2.95 et 2.50 % ainsi que le dernier 3 1/2 %. 1914, moyennant le paiement d'une partie de la souscription en argent frais.

Mais cette décision, comme les décisions du même ordre prises dans les autres pays, avait pour but réel, moins d'accorder un avantage compensateur à des porteurs d'anciennes valeurs que d'augmenter le montant des souscriptions du nouvel emprunt, et d'autre part d'unifier la dette, d'en réduire le montant nominal. Le taux de 66 2/3, offert en Angleterre, était avantageux pour les porteurs car le prix minimum de 65 de ces titres en Bourse ayant été supprimé aussitôt l'emprunt terminé, les transactions se firent à 58 et même à 57, et si l'on rapproche le War Loan et les Consolidés, le coupon de ceux-ci de liv. st. 2.10.0 au taux de l'income-tax de 3 sh. 6 pences subissait un impôt de 8 sh. 9 pences, tandis que le coupon de liv. st. 4.10 du War Loan devait solder seulement 15 sh. 9 pences.

D'après les renseignements fournis par le Chancelier de l'Echiquier aux Communes le 17 novembre 1915, les montants des anciennes rentes présentées à la conversion furent les suivants :

|                     |           |          |             |
|---------------------|-----------|----------|-------------|
| Consolidés.....     | 2 1/2 0/0 | Liv. st. | 204.000.000 |
| Annuités.....       | 2 1/2 0/0 | »        | 7.500.000   |
| Annuités.....       | 2 3/4 0/0 | »        | 1.000.000   |
| Emprunt de guerre.. | 3 1/2 0/0 | »        | 135.000.000 |
| TOTAL.....          |           |          | 347.500.000 |

Le montant de 204 millions de liv. st. relevé pour les Consolidés donnerait l'impression que l'option n'a rencontré qu'un succès relatif. Mais cette impression ne répondrait pas à la réalité; il faut considérer, en effet, que l'ensemble des Consolidés avant l'emprunt 4 1/2 % 1915 représentait un total de 541 millions de liv. st. environ. Il subsisterait après l'opération 337 millions de liv. st., dont officiellement certains compartiments administratifs détenaient 178 millions, ce qui ramenait le chiffre à 159 millions de liv. st. non présentés à la conversion et qui, pour la plupart, étaient entre les mains de personnes qui ne pouvaient s'en débarrasser (tels ceux représentant des fonds de tutelles).

Il fut présenté 135 millions de liv. st. du premier War Loan 3 1/2 % sur 350 millions de liv. st. émis. La conversion nécessitait le versement d'une soulte de 5 liv. st., la première émission ayant été faite à 95 et la seconde au pair. Le bénéfice pour le Trésor résultant de ce versement fut de 6.750.000 liv. st.

L'unification de la dette fut encore poursuivie avec le troisième War Loan, avec la faculté de conversion des deux emprunts précédents. Le 4 1/2 notamment, émis et remboursable au pair, fut repris à liv. st. 105,53, le taux de la nouvelle émission étant fixé à 95; on admit également les Bons du Trésor dont le montant s'élevait à cette époque à 1 milliard de liv. st. et dont 130.711.950 liv. st. furent consolidés.

L'Angleterre, contrairement à la pratique adoptée en France, n'avait admis en libération des souscriptions les bons à court terme que pour le troisième emprunt en 1917.

## ITALIE

Admission des bons à court terme. — Aucune mesure en faveur du Consolidé 3.50 %; — Situation remarquable de ce fonds d'Etat. — Conversions successives des emprunts à long terme émis durant la guerre.

L'Italie admit aux souscriptions les bons à court terme en vertu du décret royal du 22 décembre 1915, n° 1800, art. 13, relatif au troisième emprunt: « Pour les paiements effectués à l'acte de souscription seront acceptés jusqu'à concurrence de la moitié de la somme souscrite les Bons du Trésor quinquennaux à échéance de 1917 et 1918, au taux de 99 lire % pour les premiers et de 97,50 % pour les seconds, plus les intérêts déjà courus et non payés au jour du versement. » Ces dispositions furent étendues au quatrième emprunt par le D. R. du 2 janvier 1917, art. 6, complété par les décrets du Lieutenant général du Royaume du 21 janvier 1917, art. 7, et du 19 février 1917. Les bons ordinaires du Trésor émis jusqu'au 30 juin 1916, quelle qu'en fût l'échéance, étaient admis avec un escompte de 4,40 % pour la période à courir du jour du versement à celui de l'échéance du bon. Les bons créés par D. R. du 18 mai 1916 et émis à partir du 1<sup>er</sup> juillet 1916 étaient admis au pair avec escompte à raison de 3 % par an, s'ils étaient à échéance de 3 à 5 mois et de 4,25 % pour ceux à échéance de 6 à 12 mois.

Les bons à plusieurs années 5 % furent reçus au prix de 101,90 % comprenant capital et intérêt s'ils étaient munis du coupon au 1<sup>er</sup> avril 1917; le coupon détaché, les prix étaient fixés à 99,40 % pour les bons à 5 ans et 97 % pour ceux à trois ans. Enfin, une dernière catégorie, les bons 4 % à 5 ans, munis de tous leurs coupons à échéance en 1917 et 1918 furent repris selon l'évaluation ci-après :

|                                                    |        |        |
|----------------------------------------------------|--------|--------|
| Bons à échéance le 1 <sup>er</sup> avril 1917..... | à Lire | 402.70 |
| — — — 1 <sup>er</sup> octobre 1917...              | —      | 401.80 |
| — — — 1 <sup>er</sup> avril 1918.....              | —      | 401.50 |
| — — — 1 <sup>er</sup> octobre 1918...              | —      | 400.70 |

On accepta de même pour le cinquième emprunt les Bons du Trésor de différentes catégories, notamment les Bons du Trésor à 5 ans 4 % à échéance en 1918-1919 et 1920 aux taux suivants comprenant capital et intérêt pour chaque 100 lire de capital nominal :

|                                                    |        |        |
|----------------------------------------------------|--------|--------|
| Bons à échéance le 1 <sup>er</sup> avril 1918..... | à Lire | 403.00 |
| — — — 1 <sup>er</sup> octobre 1918...              | —      | 402.00 |
| — — — 1 <sup>er</sup> avril 1919.....              | —      | 401.20 |
| — — — 1 <sup>er</sup> octobre 1919...              | —      | 400.30 |
| — — — 1 <sup>er</sup> octobre 1920...              | —      | 98.50  |

M. Ricardo Crespolani (1) a fait le calcul de la charge en résultant pour l'Etat, qu'il trouvait exagérée, particulièrement pour les bons à échéance au 1<sup>er</sup> octobre 1920, qu'il représente comme un cas typique d'augmentation d'intérêt annuel attribué à un titre préexistant, pour obtenir la conversion par le versement de ce titre en paiement du nouveau type souscrit. En outre, il ne résulte pas simplement du versement de certains bons une augmentation de l'intérêt annuel. M. Crespolani prend l'hypothèse du versement de bons quinquennaux 4 % à échéance le 1<sup>er</sup> octobre 1919 que l'on évaluait à 100 lire 30 % de capital nominal; un porteur ayant 100.000 lire de capital nominal de ces bons les versait en souscription à l'emprunt, l'évaluation en élevait le montant à 100.300 lire. L'emprunt était lui-même émis à lire 86,50 et le montant des bons convertis en titres d'emprunt s'élevait à la valeur nominale de 115.900 lire avec un intérêt annuel de 5.795 lire.

---

(1) Prestito continuato di guerra e rendita consolidata 3,50 %. — Società Tipografica Modenese 1918.

Jusqu'à l'échéance des bons le porteur aurait obtenu un intérêt annuel de 4 %, par suite de la conversion du jour où elle a été effectuée à celui de l'échéance des bons, l'intérêt a été élevé de 4 % à 5,795 %.

Une autre conséquence doit encore être relevée, dans l'exemple ci-dessus, comme dans tous les cas de conversion de Bons du Trésor en rente consolidée; non seulement il en résulte une augmentation de l'intérêt pour une brève période, mais aussi une augmentation de la dette en capital de l'Etat; c'est ainsi que dans le cas examiné la conversion l'a accrue de 15.900 lire.

Ce phénomène commun à tous les belligérants atteste la nécessité où ils se trouvaient d'éviter les échéances toujours dangereuses de la dette à court terme. Ces circonstances expliquent seules les sacrifices qu'ils sont arrivés à consentir.

Tandis qu'en France, les coupons des précédents emprunts n'avaient été admis pour le 4 % 1918, que pour leur valeur et sans aucune prime, les coupons de fonds italiens consolidés ou amortissables purent être utilisés pour les quatrième et cinquième emprunts. Pour ce dernier, la valeur du coupon ainsi employé ressortait à 5,78 %.

Relativement à la faculté d'échange des titres d'emprunts au fur et à mesure des nouvelles émissions, M. F. Flora estimait que l'avantage principal ne résidait pas tant dans la différence du taux de l'intérêt, car il croyait à une conversion peu après la cessation des hostilités, que dans le bénéfice d'un marché plus vaste.

Aucune mesure, contrairement à l'exemple de l'Angleterre et de la France, ne fut prise en faveur de consolidé 3,50 %, afin d'en éviter la dépréciation presque inévitable, par suite de l'émission de rentes amortissables ou consolidées rapportant davantage, aussi sûres, et plus facilement négociables.

Par suite de circonstances particulières à l'Italie, les vieux



consolidés ont relativement maintenu leurs cours à un prix plus élevé que les emprunts de guerre, dont les avantages étaient cependant supérieurs. M. Carcano, Ministre du Trésor, le constatait dans son exposé financier du 8 décembre 1915: « Notre consolidé, comme si l'événement avait été prévu (la guerre) et escompté d'avance ne s'en ressentit nullement; même le cours le plus bas au mois de mars 1915, 78,32 ne fit qu'é s'améliorer sans cesse pour atteindre en juin (1915), le prix maximum de l'année de 85.75. »

En juillet survenait l'émission du 4 1/2 « le plus haut cours de 85.75 touché par notre consolidé 3,50 0/0, au mois de juin (1915), fléchit dans les mois suivants, spécialement en juillet où la moyenne marque 81.78. Il y eut une faible reprise dans la suite : 82,95 en août, 84,10 en septembre; ces jours-ci (décembre 1915), le prix de 85.75 a été atteint avec une tendance à la hausse que l'on est heureux de constater. »

Les conclusions sont les mêmes en 1916, tandis qu'au mois de janvier de cette année, on émettait le troisième emprunt 5 0/0. Les cours furent les suivants:

|                                    |       |
|------------------------------------|-------|
| 1 <sup>er</sup> janvier 1916 ..... | 82.70 |
| 2 mai .....                        | 84.61 |
| 24 juin .....                      | 85.01 |

Il est vrai que durant la guerre, les cours ont été fixés par les ministres du commerce et de l'industrie, et du Trésor, par application des décrets du 24 novembre et 30 novembre 1914, des 12 et 16 novembre 1917, et qu'il a dû comme ailleurs se pratiquer des transactions au-dessous des cours.

Quelques-uns estiment cependant que la dépréciation des anciens emprunts n'est que passagère et qu'il y a lieu de l'attribuer à d'autres causes économiques, politiques et financières; cela se peut, mais il est certain que le consolidé italien a offert un cas unique qui mérite d'être examiné.

Le marché capitaliste italien a marqué une préférence remarquable pour le 3 1/2 %. M. F. Flora, dans l'*Economista* du 20 mars 1919, comparait les cours du 3,50 % et du 5 %, cote, valeur de parité, intérêt effectif.

|                        | Rente 3,50 % | Consolidé 5 % |
|------------------------|--------------|---------------|
| Valeur de parité ..... | 62.51        | 89.30         |
| Côte .....             | 83.35        | 89.30         |
| Intérêt effectif.....  | 4.20         | 5.60          |

Le 3,50 % devrait valoir, en face du 5 % coté 89,30 à peine 62,51, or il était négocié à cette époque 83,35, c'est-à-dire 20 lire 84 de plus que la parité arithmétique avec le consolidé 5 %, bien que celui-ci rapporte effectivement 1.40 % de plus que la vieille rente.

Il semble bien qu'il faut attribuer cette situation en apparence extraordinaire, au caractère spécial de la rente italienne, dont l'intérêt payable en or la fait rechercher sur le marché international; M. Flora croit cependant qu'il faut seulement en chercher les raisons dans la psychologie du public, car dans la mesure où le 3 1/2 est acheté par des Italiens, les avantages du 5 % justifieraient entre les deux cotes un écart bien supérieur à celui de 5 lire 95, que nous avons constaté.

La reprise des titres d'emprunts de guerre, fut assurée dans les conditions suivantes : Les porteurs du premier emprunt obtinrent la réduction de lire 95 à lire 93, du prix d'émission du deuxième emprunt; dans la suite, l'art. 3 du Décret Royal du 15 juin 1915, décida que le prix d'émission du nouvel emprunt était fixé à raison de 95 lire % et le prix réduit à 94 lire, en faveur des souscripteurs détenant des titres définitifs ou des certificats provisoires de l'emprunt émis en janvier 1915, pour un montant correspondant à celui de la somme souscrite pour le nouvel emprunt; la preuve devait être faite par la présentation, aux

offices indiqués, des titres pour lesquels on entendait exercer le droit d'option. Les titres étaient alors contresignés par l'apposition d'une estampille. Ainsi il y avait faveur mais sans échange de titres, cela revenait au même, quant au but recherché par le Gouvernement. L'article 4 disposait en outre, que si de nouvelles émissions avaient lieu en 1916, à des conditions plus favorables, ces conditions seraient étendues et appliquées aux titres émis en vertu du décret précité. Cet avantage fut confirmé par l'article 19 du Décret Royal du 22 décembre 1915: « En application des dispositions de l'art. 4 du Décret Royal du 15 juin 1915, n° 859, les possesseurs d'obligations de l'emprunt émis conformément à ce décret pourront obtenir l'équivalence de ces obligations avec celles du nouvel emprunt en versant lire 2,50 % du capital nominal. » Les titres émis en vertu du Décret du 19 décembre 1914, furent acceptés en paiement à la souscription jusqu'à la moitié de la somme souscrite et au taux de 97.50 moyennant le versement de 5 lire % de capital nominal. Ce versement augmentait l'intérêt annuel de 0.50, différence entre l'intérêt servi pour le premier et le troisième emprunt et l'intérêt annuel alloué à ce supplément de 5 lire correspondait à 10 %.

Les porteurs des titres du second emprunt dont l'intérêt annuel était de 4,50 %, purent obtenir l'équivalence avec le troisième emprunt 5 % moyennant le versement de lire 2,50 qui déterminait comme ci-dessus une augmentation de 0,50 % nominal et le porteur bénéficiait sur ce versement supplémentaire d'un intérêt de 20 %.

Lors de l'émission du quatrième emprunt, la conversion des titres des trois précédents fut ainsi réglée par le Décret Royal du 2 janvier 1917, article 11. « Les porteurs des deux emprunts 4,50 %, devront verser 2,50 % du capital nominal des titres déposés. Les porteurs de 5 % auront

droit à une prime de 3 % du capital nominal de leurs titres. » Le paiement de cette prime avait lieu au comptant, si le capital nominal des titres n'excédait pas 500 lire, sinon elle était payée en titres du nouvel emprunt, évalués au prix d'émission et moyennant le paiement d'une soulte au cas où le total des primes n'était pas équivalent au montant d'un titre d'emprunt.

À l'occasion du cinquième emprunt, le dernier émis au cours des hostilités, au taux de 86,50, les porteurs du quatrième qui bénéficiaient des dispositions des décrets de 1917 leur donnant droit aux conditions les plus favorables qui seraient accordées à d'autres emprunts pendant la guerre, obtinrent une compensation de lire 3,50 % de capital nominal, correspondant à la différence des prix d'émission.

On peut résumer ainsi l'ensemble des avantages accordés aux souscriptions antérieures, soit séparément soit cumulativement :

Réduction du prix d'émission pour les porteurs d'emprunts précédents.

Versement partie en titres, partie en numéraire.

Augmentation de l'intérêt des emprunts précédents.

### ALLEMAGNE.

Importance des apports en Bons du Trésor. Controverse sur les Bons spéciaux. —

Conversion des grands emprunts à partir du sixième, peu d'étendue de ces conversions.

Nous avons déjà vu pour l'Allemagne le rôle des Bons du Trésor dans les souscriptions aux emprunts, et certes ce fut là un apport des plus importants et sans comparaison avec les conversions successives des titres des emprunts précédents. L'absorption des Bons du Trésor par les emprunts

a eu lieu dans la mesure résultant du tableau suivant (1):

| EMPRUNTS                        | BONS DU TRÉSOR<br>EN<br>CIRCULATION | PRODUIT<br>DES<br>EMPRUNTS | ÉCART<br>ENTRE LES BONS<br>ET<br>LE PRODUIT<br>DES EMPRUNTS |
|---------------------------------|-------------------------------------|----------------------------|-------------------------------------------------------------|
| 1 <sup>er</sup> emprunt 1914... | 2.6                                 | 4.5                        | + 1.9                                                       |
| 2 <sup>e</sup> — 1915...        | 7.2                                 | 9.1                        | + 1.9                                                       |
| 3 <sup>e</sup> — 1915...        | 9.6                                 | 12.1                       | + 2.5                                                       |
| 4 <sup>e</sup> — 1916...        | 10.4                                | 10.7                       | + 0.3                                                       |
| 5 <sup>e</sup> — 1916...        | 12.8                                | 10.7                       | — 2.1                                                       |
| 6 <sup>e</sup> — 1917...        | 19.8                                | 13.1                       | — 6.5                                                       |
| 7 <sup>e</sup> — 1917...        | 27.2                                | 12.6                       | — 14.6                                                      |
| 8 <sup>e</sup> — 1918...        | 38.9                                | 15.0                       | — 23.9                                                      |
| 9 <sup>e</sup> — 1918...        | 49.4                                | 10.4                       | — 39.0                                                      |

On voit déjà par ces chiffres, la force de consolidation décroissante des emprunts allemands.

Il y a lieu d'ajouter qu'en outre des Bons du Trésor ordinaires, environ trois mois avant l'émission, le Gouvernement allouait 4 1/2 % sur les dépôts destinés à la souscription; d'autre part, il y a controverse sur la clause d'un arrangement pris avec la Reichsbank pour la vente de bons spéciaux, comportant un taux préférentiel d'escompte, à la condition que le produit en servirait à la souscription de l'emprunt. M. Rist estime qu'il s'agissait simplement de Bons ordinaires dont l'échéance était calculée de manière à coïncider avec l'émission. Sir Edward Holden, croyait au contraire qu'il ne fallait pas les confondre et que les bons spéciaux n'étaient pas compris dans l'état de la Reichsbank à la colonne des bons escomptés (2) dont les fluctuations, à la fin de mars et septembre étaient dues aux bons ordinaires. Il est difficile de prendre position; toutefois on peut citer un article du *Tag* du 1<sup>er</sup> mars 1918, au sujet de l'état du marché financier et

(1) PRION, *Inflation und Geldwertung*, cité par Raffalovich, *op cit.*, p. 143.

(2) Voir ci-dessus, Première partie, chapitre II.



de la préparation à la souscription au huitième emprunt, qui s'exprimait ainsi: « Le taux de l'escompte en banque était de 4 à 4  $1/2$  %, bien que l'Etat eût déjà, et en vue du huitième emprunt, *émis de nouvelles traites du Trésor, comportant l'obligation d'être converties à l'échéance en titres du huitième emprunt.* » On peut remarquer qu'à cette époque, le taux d'escompte des bons ordinaires était de 4  $5/16$  %, et que les nouvelles traites ne bénéficiaient point d'un intérêt sensiblement supérieur.

Ce n'est qu'avec le sixième emprunt que le public a été autorisé à présenter à la conversion les titres des emprunts précédents dans les conditions suivantes :

Les porteurs de *Schatzanweisungen* ou de *Schuldverschreibungen* pouvaient les échanger contre les nouveaux *Schatzanweisungen* dans les proportions de 1 à 2 soit  $2/3$  de titres anciens et le  $1/3$  en numéraire. En outre les *Schatzanweisungen* du premier emprunt 5 % ainsi échangés bénéficiaient d'une prime de 1,50 % du capital nominal. La prime était de 0,50 pour la *Schatzanweisungen* 5 % du deuxième emprunt. L'échange des *Schatzanweisungen* des quatrième et cinquième emprunts était fait moyennant le paiement de 3 marks % du capital nominal, avec effet du 1<sup>er</sup> juillet 1917.

Les *Schuldverschreibungen* 5 % des cinq premiers emprunts étaient échangés sans prime ni versement supplémentaire.

Les conversions ont été peu importantes; leurs montants se sont élevés au sixième emprunt à 492 millions de marks, 115 au septième, 125 au huitième, 186 au neuvième. En somme, elles sont insignifiantes, à la différence de celles qui ont été réalisées en Angleterre et en Italie; il faut en attribuer la raison à la stabilité des conditions d'émission, comme taux d'intérêt et prix d'émission, de par la volonté du président de la Reichsbank, M. Havenstein, dont on a

pu dire qu'il avait, du premier jour de la guerre à l'armistice, exercé dans l'Empire une véritable dictature financière.

**II. — Rôle des Banques d'émission,  
des Etablissements de crédit, des Caisses d'épargne,  
des Coopératives de crédit, des Caisses de prêts  
de guerre.**

**Rôle de la Banque de France et de la Banque d'Angleterre.  
Consortium bancaire Italien. Rôle des Etablissements de crédit.  
Avantages accordés par l'Institut national  
des assurances en Italie.**

La Banque de France, à l'occasion des emprunts, ne joua point seulement le rôle d'intermédiaire, en ouvrant sans aucune rémunération de nombreux guichets à l'émission.

Lors du premier emprunt 5 % en 1915, pour les prélèvements d'avances destinées à constituer la provision des souscriptions transmises au Trésor, la quotité des prêts fut élevée de 50 à 75 % pour tous les titres admis au bénéfice des avances ; le maximum de ces avances elles-mêmes à un même emprunteur fut élevée à 300.000 francs et jusqu'à 3 millions sur décision spéciale du conseil général.

Les intérêts sur les prélèvements d'avances ayant servi à des souscriptions ne coururent qu'à dater du jour de la clôture de l'émission, le 15 décembre. Les mêmes conditions furent appliquées au point de vue prêt et avances aux titres entièrement libérés de la nouvelle rente, dont la banque admettait les titres en dépôt libre.

Dans le pays elle concourut à la propagande ; à l'étranger elle utilisa les relations de ses correspondants et fit recueillir sur place les souscriptions à l'emprunt. Dans son rapport de 1916 le Gouverneur indiquait l'importance de ce con-

cours : « La Banque n'a rien négligé de ce qui pouvait contribuer à la réussite de cette grande opération de crédit. C'est avec une légitime fierté que nous avons enregistré à nos guichets plus de 300.000 souscriptions représentant un capital de près de 3 milliards. » Exactement près du cinquième du montant des souscriptions était recueilli par son intermédiaire, soit 2.963.568.580 francs et 300.798 souscriptions représentant un apport en numéraire de 1 milliard 120.225.508 francs ou 43 % du capital au prix d'émission, 567.335.387 francs ou 22 % en Bons de la Défense Nationale, 652.375.868 francs en Obligations de la Défense Nationale et du Trésor, ou 25 %, enfin 252.248.933 francs en Rentes 3 % et 3 1/2 %.

Pour les emprunts suivants les mêmes avantages furent accordés et, en outre, les titres de ces emprunts furent admis en garantie d'avances à raison de 80 % de leur valeur au lieu de 75 %.

La Banque recueillait plus du 1/3 du produit total du deuxième emprunt avec 828.652 souscripteurs pour un capital de 3.948.566.020 faisant ressortir une augmentation de 1 milliard ; le numéraire représentait 48 % du capital d'émission soit 1.672.528.152 francs.

La proportion du 1/3 s'est maintenue pour l'emprunt de 1917, et le rôle de la banque devait être encore plus satisfaisant pour le quatrième emprunt en 1918, comme l'exprimait le ministre des finances au Sénat : « L'emprunt de la libération a été pour la Banque de France l'occasion d'une nouvelle victoire de confiance et de sympathie. » Les souscriptions s'élevèrent à près de la moitié, 45 % des sommes reçues par le Trésor, représentant un capital nominal de 13 milliards 387.900.000 francs, le nombre des souscripteurs doubla à ses guichets et s'éleva à 1.520.000 pour un capital effectif souscrit de 9.478.600.000 francs.

SOUSCRIPTIONS RECUEILLIES A PARIS ET DANS LES PRINCIPALES VILLES DE FRANCE  
PAR LES SOINS DE LA BANQUE DE FRANCE

| VILLES             | Emprunt 5 %<br>1915 |                         |  | Emprunt 5 %<br>1916 |                         |  | Emprunt 4 %<br>1917 |                         |  | Emprunt 4 %<br>1918 |                         |  |
|--------------------|---------------------|-------------------------|--|---------------------|-------------------------|--|---------------------|-------------------------|--|---------------------|-------------------------|--|
|                    | Capital nominal     | Nombre de souscriptions |  | Capital nominal     | Nombre de souscriptions |  | Capital nominal     | Nombre de souscriptions |  | Capital nominal     | Nombre de souscriptions |  |
| Paris.....         | 755.847.220         | 86.960                  |  | 4.502.076.480       | 320.735                 |  | 4.662.681.125       | 203.642                 |  | 3.918.700.000       | 266.500                 |  |
| Lyon.....          | 200.215.800         | 10.311                  |  | 186.004.620         | 24.381                  |  | 226.138.250         | 28.478                  |  | 478.900.000         | 55.600                  |  |
| Marseille.....     | 138.369.880         | 6.779                   |  | 133.367.900         | 22.635                  |  | 219.527.200         | 16.762                  |  | 569.900.000         | 38.100                  |  |
| Bordeaux.....      | 108.369.280         | 7.121                   |  | 94.225.420          | 15.973                  |  | 139.982.350         | 19.563                  |  | 382.500.000         | 26.500                  |  |
| Nancy.....         | 74.161.240          | 2.183                   |  | 60.485.040          | 10.107                  |  | 65.653.400          | 9.617                   |  | »                   | »                       |  |
| Nantes.....        | 68.367.700          | 4.866                   |  | 57.263.660          | 11.291                  |  | 89.235.775          | 10.300                  |  | 237.600.000         | 23.300                  |  |
| Le Havre.....      | 60.094.700          | 3.170                   |  | 77.389.620          | 10.704                  |  | 81.620.675          | 8.296                   |  | 201.100.000         | 16.700                  |  |
| Saint-Etienne..... | »                   | »                       |  | 64.131.540          | 13.087                  |  | 96.027.125          | 18.120                  |  | 204.300.000         | 49.700                  |  |
| Grenoble.....      | »                   | »                       |  | 46.864.700          | 10.834                  |  | 56.415.900          | 10.079                  |  | »                   | »                       |  |
| Toulouse.....      | »                   | »                       |  | »                   | »                       |  | 52.978.225          | 8.770                   |  | »                   | »                       |  |
| Montpellier.....   | »                   | »                       |  | »                   | »                       |  | 52.559.600          | 4.675                   |  | »                   | »                       |  |
| Béziers.....       | »                   | »                       |  | »                   | »                       |  | 51.039.625          | 4.334                   |  | »                   | »                       |  |

Un rôle analogue fut rempli par la Banque d'Angleterre. A l'occasion de l'émission du premier emprunt britannique le Chancelier de l'Echiquier, M. Lloyd George, indiquait les facilités de crédit qu'elle consentait pour favoriser l'emprunt : « Ces facilités auront pour effet non seulement de diminuer considérablement la pression du marché monétaire, pression qu'amènerait la levée d'une somme si importante, mais de faire du titre lui-même un placement plus avantageux, pour la finance et le commerce.

« Pendant une période d'un peu plus de trois années, c'est-à-dire à partir de la date d'émission de l'emprunt jusqu'au 1<sup>er</sup> mars 1918, la Banque d'Angleterre sera disposée à faire des avances sans garantie collatérale, contre le dépôt de titres nominatifs ou au porteur, de l'emprunt de guerre, pour des sommes égales au prix d'émission des titres déposés, sans marge, à un taux inférieur de 1 % au taux courant de la Banque. »

Les grands établissements de crédit en France comme en Angleterre ont souvent joué le rôle d'intermédiaires, particulièrement pour les derniers emprunts, leurs disponibilités ayant été absorbées lors des premières émissions, comme le faisait remarquer M. Walter Leaf, vice-président de la « London County and Westminster Bank », à l'assemblée générale de 1917. Après avoir insisté sur la nécessité d'assurer le plein succès de l'emprunt, il rappelait que les banques avaient déjà en portefeuille des sommes considérables de l'emprunt 4 % et que leurs devoirs vis-à-vis des actionnaires leur imposait de ne pas dépasser certaines limites. Il était donc nécessaire que les capitalistes souscrivent sans attendre la souscription des banques, mais celles-ci étaient prêtes à consentir à leurs clients toutes les avances nécessaires pour leur permettre de participer à la souscription.

L'action bancaire s'est manifestée en Italie sous la forme particulière d'un consortium garantissant notamment au



1<sup>er</sup> emprunt la souscription d'une somme ferme de 500 millions, et en outre, mettant à la disposition du Trésor ses guichets et sa propagande. Pour le troisième emprunt le consortium s'était engagé à prendre ferme 300 millions de lire de capital et 500 millions, au cas où la souscription publique n'atteindrait pas 1.500 millions. Il garantissait, en outre, à l'Etat le paiement des versements partiels aux échéances fixées. La rémunération accordée pour ces opérations était de 0,65 % du capital nominal des titres placés. (Convention du 23 décembre 1915 avec la Banque d'Italie.)

D'après M. Emidio Cesari (1) les résultats de la participation du consortium aux opérations des trois premiers emprunts furent les suivants :

| Emprunt 4,50 %<br>Janvier 1915 | Emprunt 4,50 %<br>Juillet 1915 | Emprunt 5 %<br>Janvier 1916 | TOTAL       |
|--------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|-------------|
| 119.000.000                    | 200.000 000                    | 233.026.800                 | 552.026.800 |

Les provisions versées au consortium furent les suivantes :

|                         |                 |
|-------------------------|-----------------|
| Premier emprunt .....   | 5.000.000 lire  |
| Deuxième emprunt .....  | 8.030.575 —     |
| Troisième emprunt ..... | 15.935.415 —    |
| TOTAL .....             | 28.965.990 lire |

Cet organisme a subsisté pour les emprunts suivants et en ce qui concerne le quatrième sa création fut autorisée par le décret n° 54 du 21 janvier 1917, dans les conditions indiquées par l'art. 13 :

« Le président du Conseil et le ministre du Trésor sont autorisés à faire ce qui sera nécessaire pour le meilleur placement de l'emprunt. Ainsi, ils sont autorisés à se servir de la coopération d'un consortium financier bancaire, auquel,

(1) Nota sui risultati complessivi e sulla partecipazione regionale ai prestiti nazionali. *Giornali degli economisti*, novembre 1916.

outre les instituts d'émission, pourront participer la caisse d'épargne ordinaire, les instituts de crédits ordinaires, les banques populaires et coopératives de toute sorte, les Sociétés et les maisons de banque italiennes. Le consortium présidé par le directeur général de la Banque d'Italie pourra se servir de l'auxiliaire de la caisse des dépôts et prêts, de la caisse nationale de prévoyance et de l'institut national d'assurances avec ses agences générales et pourra se servir aussi de l'aide des percepteurs des impôts directs et des offices postaux dans les modes et les limites fixées par les ministres des Finances et des Postes, Télégraphes, Téléphones. »

A l'occasion du cinquième emprunt le directeur général de la Banque d'Italie adressait une lettre aux directions centrales et aux filiales des établissements et maisons de banque composant le consortium pour favoriser le succès de la souscription. « On ne saurait concevoir, disait-il, de défaillances dues à la paresse ou à la lâcheté dans le monde économique et financier italien, tandis que la nation tout entière pleine de confiance a les yeux tournés vers ceux qui défendent héroïquement le sol natal et préparent leur âme et leurs forces à la revanche, à la libération, à la rédemption ! »

Dans la campagne, où généralement l'épargne était consacrée par tradition à l'acquisition de la terre, le placement des emprunts d'Etat restait difficile. L'influence des banques locales s'y fit sentir particulièrement pour l'émission du cinquième emprunt en soutenant les associations d'agriculteurs. Les adhérents prirent l'engagement de prélever sur la vente de leurs produits de l'année une somme destinée à l'emprunt. De cette manière, on a enregistré, d'après le rapport sur l'année 1917 du directeur de la Banque d'Italie, de fortes souscriptions à Novara, Mantoue, Plaisance et surtout à Brescia, où les agriculteurs, à eux seuls, souscrivirent pour la somme de 20 millions et où les banques populaires recueillirent 188 millions environ.

Le même emprunt reçut également en Italie d'autres formes d'encouragements, par l'intermédiaire de l'administration des Postes et surtout de l'Institut national d'assurances.

L'administration des Postes a recueilli les petits versements à des intervalles rapprochés pouvant s'étendre du mois de janvier 1918 au 30 avril 1919, moyennant l'émission de livrets au porteur, qui étaient transformés en titres de 100 lire une fois réglés; cette mesure fut imitée par l'Institut national de crédit pour la coopération. Mais le concours le plus intéressant fut celui tout particulier à l'Italie de l'Institut national d'assurances.

Une des formes d'encouragement consistait à remettre au souscripteur à tempérament une police d'assurance spéciale, par laquelle l'Institut garantissait la délivrance des titres au bénéficiaire désigné dans la police, dans l'éventualité de la mort du souscripteur, avant le paiement intégral du prix d'émission et sans obligation de tout autre paiement ultérieur. Le souscripteur savait de sorte que l'opération s'accomplirait en cas de décès sans que la famille ait à déboursier d'argent.

Cette garantie pouvait être obtenue par tout souscripteur d'un âge non supérieur à 55 ans, sans formalité de visite médicale et jusqu'à 5.000 lire de capital nominal. La prime correspondante au moment de l'établissement de la police était de 0,50 par titre de 100 lire, s'il s'agissait de souscription à tempérament selon les règles de l'art. 6 du décret du Lieutenant général du Royaume, du 30 décembre 1917 n° 2048, et de 1 lire s'il s'agissait de souscriptions à paiements mensuels.

L'Institut, en outre, était autorisé à émettre des polices spéciales d'assurances mixtes en vertu desquelles il constituait des nantissements en titres d'emprunt en faveur des personnes qui ne disposaient point d'argent en ce moment mais qui voulaient engager leurs économies à venir. Les

capitaux assurés ne pouvaient être supérieurs à 20.000 lire et étaient liquidables en titres du cinquième emprunt.

Les primes étaient payées sur la base des tarifs en vigueur de l'Institut et en correspondance du prix d'émission du titre soit 86,50 % du capital nominal (1). Sur le montant des primes l'Institut versait l'intérêt anticipé dans la même mesure de rendement annuel effectif du titre du cinquième emprunt, soit 5,78 %. A la fin de la période de 15 ans, l'Institut liquidera à l'assuré survivant les titres qui ont fait l'objet du contrat et une prime de 13,50 % résultant de la différence entre la valeur nominale et le prix d'émission. En cas de décès antérieurement à l'expiration de la police, les héritiers entrent immédiatement en jouissance, sans aucun nouveau versement. L'Institut se chargeait de faire bénéficier les assurés de toutes les conditions plus favorables qui seraient faites aux souscripteurs du cinquième emprunt dans l'éventualité d'une nouvelle émission, conformément à l'art. 21 du décret-loi du 30 décembre 1917. Pour cet emprunt, le nombre de contrats passés par l'Institut fut de 496.169 pour un capital de 869.843.205 lire 86 (2).

Deux autres mesures de faveur étaient encore accordées par l'Institut, d'abord l'acceptation à leur valeur nominale des titres de l'emprunt pour la constitution de rentes via-

---

(1) Pour un titre de 1.000 lire, les primes mensuelles étaient les suivantes :

|              |      |      |      |      |
|--------------|------|------|------|------|
| Hommes. .... | 4.30 | 4.36 | 4.57 | 5.07 |
| Femmes. .... | 4.46 | 4.51 | 4.72 | 5.22 |

respectivement pour les âges de : 20 30 40 50 ans.

Exemple : Un homme de 30 ans versant 4.36 payait en 15 ans 785 lire seulement.

Malgré l'augmentation très sensible de la circulation en Italie en 1917, augmentation qui certainement a eu une influence sur le 5<sup>e</sup> emprunt émis au commencement de 1918, les nouvelles dispositions indiquées ci-dessus peuvent avoir eu leur part dans le résultat, supérieur de un milliard environ au précédent.

(2) Contrats jusqu'à 1.000 lire 396.398. — 1.001 à 2.000 l. 35.791. — 2.001 à 5.000 l. 39.026. — 5.001 à 10.000 l. 17.353 — au delà de 10.000 lire 7.601.

gères non supérieures à 1.500 lire et pour les personnes âgées d'au moins 60 ans ; enfin la liquidation anticipée, de tous les contrats venant à échéance en 1918-1919, à tous les assurés qui le demandait sous réserve de charger l'Institut National de placer le produit net en titres d'emprunt.

**Opinion du comte de Røedern**  
**sur le caractère des emprunts allemands.**  
**Rôles des Caisses d'épargne, des coopératives de crédit**  
**et des établissements ordinaires de crédit.**  
**Concours des Compagnies d'assurances. Les Darlehnskassen.**

Les emprunts allemands furent considérés par le Gouvernement allemand, moins comme une opération profitable au public, que comme un devoir patriotique imposé à la nation ; jusqu'au dernier emprunt, au milieu des événements politiques et militaires qui ont marqué le mois d'octobre 1918, la crise politique et la succession des défaites, M. de Røedern ralliait les souscripteurs. « Quels que soient, disait-il, les impôts qui peuvent à l'avenir peser sur nous, les porteurs de titres d'emprunt, ne seront pas en plus mauvaise posture que ceux qui oubliant leur devoir ont négligé de souscrire en ces heures de crise. Je pense même que ceux qui n'ont pas refusé à la Patrie leur appui financier doivent jouir de certains privilèges. L'emprunt de guerre a un caractère essentiellement populaire dans le meilleur sens du mot, ces titres se trouvent entre les mains de millions de citoyens dont la plupart sont peu fortunés, ils constituent le gros de la fortune des Caisses d'épargne innombrables, des Syndicats, d'Institutions de bienfaisance, qui assistent les plus pauvres d'entre nous. Dans ces conditions, il n'est pas un Parlement ou un Gouvernement pour oser jamais porter atteinte par des mesures législatives au fonctionnement du service des emprunts de guerre. »



Sans entrer absolument dans les vues du comte de Rœdern, relativement au caractère populaire des emprunts, on peut constater que pour permettre au public de satisfaire aux suggestions et à la pression du Gouvernement, celui-ci s'était assuré le concours des Banques, des Caisses d'épargne, des Coopératives de crédit auxquelles il avait donné par l'institution des caisses de prêt, l'élasticité et la sécurité nécessaires pour servir son but, sous une étroite discipline.

Les Caisses d'épargne qui, on le sait, se livrent à de véritables opérations de banque, ont participé, dès les premiers jours, aux emprunts. Sur une invitation de la Reichsbank, à l'appel du Comité de l'Union des Caisses d'épargne (Deutsch Sparkassenverband), elles ont renoncé, pour la plupart, à tout délai de remboursement dont statutairement elles auraient pu se prévaloir, pour les dépôts inférieurs à 1.000 marks; au delà de cette somme et jusqu'à 6.000 marks, elles acceptèrent des remboursements avec préavis variant de 3 à 6 mois. Ces opérations leur furent facilitées par les avances sur titres des Caisses de prêts de guerre.

Elles facilitèrent également les souscriptions des fonctionnaires, employés des administrations, instituteurs, etc., en opérant des retenues sur leurs appointements pour solder les avances obtenues de leurs employeurs en vue de la souscription.

D'après M. Rist, en échange des facilités de remboursements des dépôts qu'elles consentaient et pour se payer de l'intérêt de 5 1/4 % perçu sur les avances demandées dans ce but aux Darlehnskassen, les Caisses d'épargne se sont souvent réservé le droit de ne bonifier l'intérêt sur les titres d'emprunt, même entièrement libérés, acquis par les souscripteurs, que partiellement et comme si les souscripteurs se libéraient par fractions aux diverses échéances fixées pour chaque emprunt.

Les souscriptions transmises par les Caisses d'épargnes se sont élevées (en millions de marks) à :

| 1 <sup>er</sup> emprunt | 2 <sup>e</sup> | 3 <sup>e</sup> | 4 <sup>e</sup> | 5 <sup>e</sup> | 6 <sup>e</sup> | 7 <sup>e</sup> | 8 <sup>e</sup> | 9 <sup>e</sup> |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 883                     | 1977           | 2877           | 2727           | 2567           | 3202           | 3199           | 3778.6         | 3302           |

soit 25 % du total des souscriptions. Leur rémunération fut de 35 pfennigs pour chaque 100 marks et, plus tard, de 25 pfennigs.

A partir du deuxième emprunt, on recourut également à l'intermédiaire des Coopératives de crédit (Kreditgenossenschaften), qui renoncèrent au délai de remboursement de leurs dépôts, en faveur des déposants qui désiraient souscrire à l'emprunt, après entente de la Reichsbank avec la Caisse centrale de l'Union des coopératives de crédit. Elles furent aidées dans cette opération par la Dresdner Bank et la Prussische zentral-Darlehnskassen et aussi, quoique dans une plus faible proportion, par les Darlehnskassen, bien que les coopératives ne disposent point, comme les Caisses d'épargne, de grandes quantités de titres sur lesquelles elles puissent obtenir des avances.

Leurs apports pour chacun des emprunts ont été croissants jusqu'au huitième, mais ont subi une diminution au neuvième, par suite du resserrement du crédit résultant des événements. On peut attribuer une partie des souscriptions aux industriels des villes qui réalisaient des bénéfices de guerre, quoique des coopératives rurales ne soient pas restées en arrière; d'après la *Kreuzzeitung* du 18 octobre 1916, citée par M. Rist, elles auraient fourni au cinquième emprunt 470 millions.

Les sommes versées par l'ensemble des coopératives, se sont élevées respectivement, à partir du deuxième emprunt, en millions de marks, à 430 — 680 — 839 — 846 — 1.103 — 1.090 — 1.430 — 837.

Les souscriptions étaient en outre reçues par la Reichsbank et ses 500 succursales, la K. G. L. Seehandlung (Banque d'Etat de Prusse), la Preussischen Zentralgenossenschaften, à Berlin et à la K. G. L. Hauptbank à Nuremberg, auxquelles se joignirent toutes les banques allemandes pour apporter leur part au succès des souscriptions.

Les sommes souscrites directement auprès de la Reichsbank n'ont jamais été très élevées, les voici cependant (en millions de marks) :

| 1 <sup>er</sup> emprunt | 2 <sup>e</sup> | 3 <sup>e</sup> | 4 <sup>e</sup> | 5 <sup>e</sup> | 6 <sup>e</sup> | 7 <sup>e</sup> | 8 <sup>e</sup> | 9 <sup>e</sup> |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 479                     | 565            | 569            | 461            | 685            | 625            | 752            | 811            | 590            |

A partir du quatrième emprunt, la rémunération de la Reichsbank fut de 0 mark 40 % de capital nominal, dont elle cédait 0.30 % à ses sous-intermédiaires.

Les banques ordinaires, en dehors de la transmission de leurs ordres de souscription, facilitaient les souscriptions, d'abord par leurs avances, permises par leurs dépôts très élevés ; ces avances sur titres étaient consenties au même taux que celles des Darlehenskassen soit 5 1/4 %. En cas de besoin, elles se réservaient d'ailleurs le droit de mettre en gage à leur tour les titres ainsi reçus. Ensuite 3 mois avant l'emprunt, d'accord avec le Gouvernement, elles allouaient 4 1/2 % sur tous les dépôts destinés à l'emprunt, cette mesure leur était facilitée par la cession par la Reichsbank de Bons du Trésor à échéance de l'emprunt, soit qu'il s'agisse de bons ordinaires à escompte de faveur de 4 9/16 % selon l'opinion de M. Rist, soit qu'il s'agisse de bons spéciaux comportant également un taux d'escompte préférentiel et devant être convertis en titres d'emprunt.

Le montant des versements des banques s'est élevé à (en millions de marks).

| 1 <sup>er</sup> emprunt | 2 <sup>e</sup> | 3 <sup>e</sup> | 4 <sup>e</sup> | 5 <sup>e</sup> | 6 <sup>e</sup> | 7 <sup>e</sup> | 8 <sup>e</sup> | 9 <sup>e</sup> |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 2.895                   | 5.592          | 7.391          | 6.165          | 6.081          | 7.545          | 6.946          | 8.206          | 5.349          |

Leur activité s'est également manifestée en soutenant les cours des bourses à la veille des emprunts. M. Rist (1) cite un article de la *Gazette de Voss* du 12 octobre 1916, qui signalait l'afflux sur le marché de titres en vue d'arbitrages et qui s'élevaient par jour à plusieurs millions de marks ; « Trente ou quarante banques, surtout de l'Allemagne du centre, du sud et de l'ouest et encore d'un nombre plus grand d'institutions officielles se déclarèrent prêtes à absorber cette offre sans diminution sensible des cours, dans l'intérêt de l'émission de l'emprunt. Ce groupe s'est ainsi chargé presque entièrement pour son propre compte de tout le stock de rentes et d'obligations hypothécaires offert sur le marché. Aussi, pendant les 8 ou 10 derniers jours de la souscription, le niveau du cours de la bourse, n'a pas en moyenne baissé d'un quart % ». »

Grâce au taux d'intérêt réduit des avances que les banques consentaient en vue des emprunts, elles ont rendu possible aux municipalités de souscrire soit directement, soit indirectement en amortissant leur dette en même temps à des conditions avantageuses ; par exemple, la ville d'Offenbach procéda par anticipation aux tirages d'amortissement et versa immédiatement le montant des titres sortis à leur propriétaire, à la condition que ces sommes soient affectées à la souscription du sixième emprunt. D'autres municipalités payèrent directement en titres d'emprunt, procédant aux amortissements qui leur étaient imposés à meilleur compte que si elles avaient dû emprunter elles-mêmes les sommes nécessaires à ces opérations.

Le professeur Köppe signalait (2) qu'un certain nombre de sociétés d'assurances sur la vie essayèrent de donner des

---

(1) *Op. cit.*, p. 102.

(2) *Jahrbücher für national oekonomie und Statistik*, 110 Band, III Folge, B. 55, février 1918, p. 167.

facilités permettant à ceux qui le désiraient de plus fortes souscriptions. C'est ainsi notamment, que la somme assurée était souscrite par les soins de la Société, tandis que le souscripteur s'acquittait moyennant des primes convenablement calculées. Ces contrats ne semblent point avoir pris un développement aussi important que l'on aurait pu s'y attendre et les Sociétés d'assurances ont surtout mis leur organisation au service de la transmission des souscriptions. Les bureaux de postes ont été utilisés dans le même but.

Le montant des ordres transmis par les « Lebensversicherungsgesellschaften » s'est élevé, en millions de marks, à :

| 1 <sup>er</sup> emprunt | 2 <sup>e</sup> | 3 <sup>e</sup> | 4 <sup>e</sup> | 5 <sup>e</sup> | 6 <sup>e</sup> | 7 <sup>e</sup> | 8 <sup>e</sup> | 9 <sup>e</sup> |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 203,5                   | 384            | 417            | 349            | 337            | 387            | 383            | 414,8          | 301            |

et, par les bureaux de postes, à :

|   |     |     |     |     |     |    |       |    |
|---|-----|-----|-----|-----|-----|----|-------|----|
| » | 112 | 167 | 171 | 134 | 117 | 84 | 125,2 | 53 |
|---|-----|-----|-----|-----|-----|----|-------|----|

Afin de permettre aux différents établissements de crédit de participer plus efficacement au soutien des finances de l'Etat et d'alléger les prêts de la Reichsbank qu'il réservait tout entière à son service, et des banques de Dépôts, le Gouvernement allemand avait créé, au début de la guerre, les Kriegsdarlehnskassen ou caisses de prêts de guerre : ce système avait eu un précédent en 1848, et elles existaient durant la guerre de 1870, époque à laquelle leur institution avait pour but de faire les prêts que ne pouvaient accorder les banques de dépôts ordinaires. Leurs attributions ne devaient plus être les mêmes pour la dernière guerre où leur système d'avances, presque uniquement sur titres, a facilité les emprunts dans une mesure très étendue.

Les avances des Darlehnskassen n'ont pas été la seule cause déterminante du succès des emprunts, mais leur importance a été certainement plus grande que les Alle-



mands n'ont voulu le dire. Malgré le désir du Gouvernement de voir le public y recourir davantage, tous les comptes rendus relatifs aux résultats des emprunts ne manquent point de faire ressortir la diminution apparente du rôle des Caisses de prêts. Nous donnons un tableau composé avec les chiffres fournis à l'occasion de la plupart des emprunts par le professeur Koppe dans les « Jarbücher für national ökonomie » ; nous regrettons de ne pouvoir les donner plus complets en ce qui concerne les derniers emprunts.

# TABLEAU INDIQUANT LE MONTANT DES AVANCES

(en millions de marks)

des Darlehnskassen en vue des emprunts, et les pourcentages des prêts (partiel et total) au moment des souscriptions.

|                         |                          |              |             |               |             |        |
|-------------------------|--------------------------|--------------|-------------|---------------|-------------|--------|
| 1 <sup>er</sup> emprunt | au 7 oct. 1914...        | 710 millions | 29 %        | 15 oct. 593   | »           | 27.6 % |
| 2 <sup>e</sup>          | — au 15 avril 1915..     | 521          | — (1) 8.5 % | 3 oct. 778.3  | 22 %        | 8.6 %  |
| 3 <sup>e</sup>          | — au 23 oct. 1915..      | 566          | — 6.84 %    | 7 déc. 579.1  | 27 déc. 5 % | 6.5 %  |
| 4 <sup>e</sup>          | — (2) au 7 avril 1916... | 439.7        | — 2 %       | 30 juin 649.4 | 6.4 %       | 4.8 %  |
| 5 <sup>e</sup>          | — (3) au 7 oct. 1916...  | 38.3         | — 0.61 %    | 23 oct. 235.1 | 2.79 %      | 2.34 % |
| 6 <sup>e</sup>          | — (4) au 27 avril 1917.  | 277          | — »         | 15 mai 237.3  | 2 60 %      | 2.7 %  |
| 7 <sup>e</sup>          | — (5) au 31 oct. 1917..  | 135          | — 1.3 %     | »             | »           | 1.3 %  |
| 8 <sup>e</sup>          | — au 27 avril 1918..     | 145.6        | — »         | »             | »           | »      |
| 9 <sup>e</sup>          | — au 6 nov. 1918...      | 400          | — »         | »             | »           | »      |

(1) Dont 30 millions de marks remboursés fin avril 1915. — Fin juillet 1915, 354 millions seulement restaient à rembourser, soit 4 % du montant des souscriptions.

(2) Après le 4<sup>me</sup> emprunt, 943.8 millions restaient, soit 2.6 % du montant des quatre premiers emprunts, ce qui ramenait l'aide apporté par les Darlehnskassen respectivement aux chiffres suivants :

|                              |                                   |       |
|------------------------------|-----------------------------------|-------|
| 1 <sup>er</sup> emprunt..... | 100 millions de marks, 2, soit... | 2.2 % |
| 2 <sup>e</sup> — .....       | 115 — — — , 6, soit...            | 1.3 % |
| 3 <sup>e</sup> — .....       | 235 — — — , 4, soit...            | 1.9 % |
| 4 <sup>e</sup> — .....       | 492 — — — , 6, soit...            | 4.6 % |

(3) Au 5<sup>me</sup> emprunt il ne restait plus que 584,4 millions de marks sur 4 milliards, 7, soit 1.8 %.

(4) Au 23 mars 1917 il restait 771 millions de marks, soit 1.6 %.

(5) Au 23 novembre 1917 il restait 940 millions de marks, soit 1.3 %.

La moyenne du montant des sommes mises à la disposition de chaque emprunt a oscillé autour d'un milliard de marks ; leur rôle direct a donc eu une certaine importance, mais indirectement, et c'est probablement leur utilité essen-

tielle, elles ont assuré, à la place de la Reichsbank consacrée uniquement au service de l'Empire, le rôle de prêteur sur titres, en faveur des Banques, Caisses d'Epargne et aussi des Etats et des communes.

L'importance des Caisses de prêts, en ce qui concerne le crédit privé et l'Empire est allée en diminuant, tandis qu'elle augmentait pour les communes et les Etats particuliers.

POURCENTAGE DES PRÊTS ACCORDÉS CHAQUE ANNÉE  
PAR LES DARLEHNSKASSEN AUX DIFFÉRENTS ORGANISMES (1)

|                                                   | 1914     | 1916   | 1917    | 1918    |
|---------------------------------------------------|----------|--------|---------|---------|
| Caisses d'Epargne.....                            | 25.6 0/0 | 23 0/0 | 5.6 0/0 | 1.0 0/0 |
| Banques, Banquiers et Coopératives de Crédit..... | 19.3 —   | 4.9 —  | 2.1 —   | 1.2 —   |
| Sociétés de guerre.....                           | »        | 10.5 — | 3.4 —   | 4.6 —   |
| Commerce, Transports et Assurances.....           | 12.9 —   | 12 —   | 4.1 —   | 1.6 —   |
| Etats particuliers et municip.                    | 12.5 —   | 25 —   | 74.9 —  | 84.5 —  |
| Industrie.....                                    | 9.3 —    | 3 —    | 1.4 —   | 0.8 —   |
| Agriculture.....                                  | 1.1 —    | 0.7 —  | 0.5 —   | 0.3 —   |
| Divers.....                                       | »        | 20.6 — | 8 —     | »       |

(1) Les chiffres pour 1914 et 1918 sont indiqués par M. Rist, op. cit. p. 105, ceux concernant les années 1916 et 1917 proviennent du rapport sur le fonctionnement des Caisses de prêts durant les exercices 1916 et 1917.

Malgré l'insistance avec laquelle on a fait remarquer la diminution des prêts, à l'occasion des emprunts, le Gouvernement aurait désiré y voir recourir davantage; à cet effet même à l'occasion du sixième emprunt, on a abaissé le taux des prêts de  $5 \frac{1}{4}$  à  $5 \frac{1}{8}$ , le 1<sup>er</sup> avril 1917; l'emprunt étant émis au dessous du pair à 5 % les intérêts s'équilibraient. En même temps le secrétaire d'Etat aux finances promettait que les Caisses de prêts seraient maintenues au moins trois années après la guerre, de façon à donner le temps nécessaire aux emprunteurs de liquider leurs engagements.



## CHAPITRE V

### LIQUIDITÉ DES TITRES D'EMPRUNT DE GUERRE

---

#### **Promesses et projets du Président de la Reichsbank.**

La promesse relative au fonctionnement après la guerre des Darlehnskassen fut renouvelée par M. Havenstein, président de la Reichsbank, mais cela n'était pas suffisant; avec la paix, les porteurs de titres d'emprunts se trouvaient exposés à être obligés de convertir leurs titres en espèces pour pouvoir acheter des matières premières, du matériel neuf, des usines nouvelles, des marchandises et pour cela de jeter sur le marché des millions de titres d'emprunt de guerre, ce qui aurait eu pour résultat une baisse des cours et une dépréciation générale causant une perte aux porteurs et un préjudice au crédit de l'Etat.

A Francfort, au mois de septembre 1917, le président Havenstein, dans une conférence sur le septième emprunt, donnait les détails suivants sur les mesures qui seraient prises en vue de remédier à ce danger : une sorte de consortium composé de la Reichsbank et des banques allemandes du monde entier fournira le capital pour l'absorption des titres d'emprunt de guerre avec le concours des Darlehnskassen. Les titres seront achetés au fur et à mesure de leur mise en vente sur le marché et on évitera la dépression résultant des

ordres de vente. Les titres ainsi absorbés seront graduellement remis en circulation, par l'intermédiaire de la Reichsbank et des autres banques, tandis que le fonds d'amortissement de l'Empire éteindra la dette peu à peu (1).

**Fonds d'intervention en France, en Angleterre, en Allemagne.**

Les promesses de M. Havenstein ne sont pas encore réalisées, mais d'autres mesures plus simples et de moindre envergure ont été prises, d'une manière générale, par tous les belligérants pour assurer dans la mesure du possible le monnayage des titres d'emprunts que ne permettait guère la vente en bourse par suite de l'émission continuelle de nouveaux emprunts qui absorbaient tous les capitaux disponibles et qui, en outre, offraient souvent des conditions plus rémunératrices.

Il s'agit des fonds d'intervention créés en France, en Angleterre et en Allemagne.

Le fonds d'intervention, abusivement dénommé en France

---

(1) « Es ist, eine aufnahmeaktion in ganz groszem stil in aussicht genommen, die, wie ich hoffe und wünsch, die Reichsbank mit der gesamten deutschen Bankwelt im Werk setzen wird, die sich ja schon heute zu meiner genugtuung fast überall zu Bankvereinigungen zusammen geschlossen hat, und diese werden sich dann wohl unschwer zu jener gemeinsamen Aktion zusammenfassen lassen. Auch ihr sollen die Darlehnskassen, die ja überhaupt erst nach dem Kriege ihre volle Bedeutung erhalten werden, zur lozung der Aufgabe mithierangezogen werden, notigefalls mit einer kleinen Ergänzung des Darlehnskassen gesetzes. Mit ihrer Hilfe soll ein groszer teil des für die aufnahme erforderlichen Betriebskapital beschfat werden, während andererseits die ja zusammenarbeit von Reichsbank und Bankwelt, die ja schon während des ganzen Krieges in auszerordentlich dankenwerter und erfolgreicher weise sich betätigt hat, wieder die aufgabe übernehmen soll, die gemeinsam aufgenommenen werte einer anzahl von Jahren wieder abzustosen und ihre aufsansung zu ermöglichen. Auch hierfür werden starke Kräfte in Bewegung gesetzt werden können. Neben dem Tilgungsfonds des Reiches wird der Andauernde Auflagebedarf unseres eigenen Volkes einen Teil dieser werte wieder aufnehmen. »

(Extrait du discours du Président Havenstein à Francfort, septembre 1917.)



caisse d'amortissement, a été créé par l'article 5 de la loi du 26 octobre 1917 autorisant l'émission du troisième emprunt 4 %.

Il est alimenté par des versements mensuels, d'après un crédit inscrit au budget général; les rentes sont rachetées sur le marché par les soins de la Caisse d'amortissement dans les conditions fixées par la Commission de surveillance. Un prix d'achat maximum de 70 fr. 80 est fixé pour les deux emprunts 4 % (prix d'émission de l'emprunt de 1918) et de 87 fr. 50 pour le 5 % perpétuel, plus les intérêts courus dans le trimestre. Les achats sont effectués par l'intermédiaire de la Chambre syndicale des agents de change et les rentes ainsi acquises sont immédiatement annulées par le Trésor.

Les opérations sont limitées à l'emploi de la dotation du fonds spécial; le montant de la mensualité avait d'abord été fixé à 60 millions, mais en janvier 1918 il fut élevé temporairement de 60 à 120 millions. Le crédit de 360 millions fut ainsi renouvelé tous les trimestres et pour l'année 1919 le crédit total fut de 1.440.000.000 de francs dont 651.939.820 furent seulement employés et la différence annulée.

Le détail des opérations est relaté comme suit par le rapport fait au Sénat et à la Chambre, par la Commission de surveillance, d'où ressortent, point intéressant, les variations du marché des emprunts de guerre en 1919 et l'action exercée sur les cours par le fonds d'intervention.

« Conformément aux dispositions de l'art. 5, § 4 de la loi du 26 octobre 1917, les versements du Trésor doivent être suspendus dès que le solde des fonds disponibles en compte courant atteint 360 millions et ne sont repris que dans les limites de ce maximum. Or, au 1<sup>er</sup> janvier 1919, le solde du compte de la Caisse d'amortissement au Trésor, était seulement de 59.132.094 fr. 85. Mais, dès le commencement de

mars, il fut porté à 360 millions après le versement des trois premières mensualités se répartissant comme suit :

|              |                    |
|--------------|--------------------|
| Janvier..... | 120.000.000 fr. 00 |
| Février..... | 120.000.000 fr. 00 |
| Mars.....    | 74.785.174 fr. 56  |

« Au début de l'année, le marché des rentes a, en effet, été nettement orienté vers la hausse, et malgré les alternatives d'offres et de demandes qui se sont présentées suivant les circonstances, cette tendance s'est maintenue pendant tout le cours du trimestre. Les fonds de la Défense Nationale 5 %, 4 % 1917 et 4 % 1918 atteignirent des cours supérieurs au prix d'émission augmentés des intérêts courus et les achats du fonds d'amortissement se trouvèrent de ce fait suspendus. C'est ainsi que pendant tout le premier trimestre ces achats n'ont porté que sur une somme de 13.917.269,41 employée du 2 au 7 janvier. Le 5 janvier, le 4 % 1917 et le 4 % 1918 se négociaient déjà respectivement au cours de 71,35 et de 71 francs, supérieurs de 0,15 au maximum légal, et ces deux fonds maintenaient constamment leur avance. Celle-ci après détachement du coupon (1<sup>er</sup> mars et 1<sup>er</sup> avril) ressortait encore par rapport au prix d'émission (70,80) à 2,90 pour le 4 % 1917 et à 0,92 pour le 4 % 1918.

« Quant aux rentes 5 % elles étaient cotées 88,50 le 8 janvier, soit 0,10 au-dessus du cours maximum de rachat ; elles progressaient rapidement jusqu'à 93,73 et au 1<sup>er</sup> février, jour de détachement du coupon, elles étaient encore à 92,20 en avance de 4 fr. 70 sur le prix d'émission 87,50.

« Cette situation ne subit que peu de changement pendant le deuxième trimestre, bien que le marché des rentes se fût alourdi. En avril, le 5 % a évolué entre 89,90 et 89,05, gardant une avance de 1,35 ; en ce qui concerne le 4 % 1917 et le 4 % 1918 les cours ont variés pour l'un entre 72,70

et 71,825 et pour l'autre entre 72,48 et 71,5375. Dans le courant de mai et de juin, les tendances furent irrégulières pour tous les emprunts, et ceux-ci touchèrent même parfois les cours de reprise de la Caisse d'amortissement, qui n'eut toutefois à intervenir que d'une façon très limitée, puisque pour ces deux mois, il ne fut employé qu'une somme de 20.746.765 fr. 20.

Au cours du troisième trimestre, les fluctuations du marché s'accrochèrent, surtout pendant les mois de juillet et d'août. Les cours des deux fonds 4 %, notamment, ont reculé et la Caisse d'amortissement a dû intervenir presque chaque jour. Une somme de 101.906.933 fr. 08 fut ainsi employée pendant cette période au rachat de ces rentes, alors que pour le 5 %, dont la tendance était restée bien plus satisfaisante, les achats effectués au cours de ces deux mois ne demandèrent que 5.693.948 fr. 19. En septembre la position du 5 % s'améliorait encore. Son cours, très supérieur au prix d'émission, passait de 88 fr. 625 à 90,825 et cette hausse paraît avoir facilité une reprise tout au moins momentanée des deux 4 % pour lesquels les rachats n'ont porté dans le mois que sur une somme de 14.694.062 fr. 25. Dans cette somme, le 4 % 1918 entre pour 11.726.884 fr. 13, ce fonds ayant montré moins de fermeté que le 4 4/4 % 1917 qui s'est presque constamment maintenu à un cours supérieur de 0 fr. 20 à 0 fr. 25 au prix maximum de reprise par la Caisse d'amortissement.

Pendant le quatrième trimestre, le marché des rentes a été affecté par la première émission des obligations du Crédit National, dont le succès a eu pour conséquence des réalisations très importantes. Toutes les rentes s'alourdirent, même le 5 % que l'on retrouve à la fin de novembre au cours de reprise. Les achats portèrent presque exclusivement sur les rentes 4 % et notamment sur le 4 % 1918 qui fut l'objet d'offres considérables.

En octobre, les achats s'élevant à 74.112.936 fr. 96 n'absorbèrent pas encore intégralement la dotation mensuelle de 120 millions, mais en novembre et décembre, ils furent sensiblement supérieurs, atteignant respectivement 130 millions 616.745 fr. 09 et 138.372,403 fr. 66.

# ETAT DES ACHATS DE RENTES

*effectués depuis l'origine et pour chaque fonds par la caisse d'amortissement*  
(art. 5, loi du 26 octobre 1917)

| ANNÉES                                              | RENTES 5 0/0<br>(1)<br>coût | RENTES 4 1/2 0/0<br>1917 (2)<br>coût | RENTES 4 0/0<br>1918 (3)<br>coût | RENTES 5 o/o<br>amortissables<br>(4). coût | TOTAUX           |
|-----------------------------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|----------------------------------|--------------------------------------------|------------------|
|                                                     | fr. c.                      | fr. c.                               | fr. c.                           | fr. c.                                     | fr. c.           |
| 1917                                                | 76.749.742 73               | »                                    | »                                | »                                          | 76.749.742 73    |
| 1918                                                | 942.837.089 07              | 460.055.163 73                       | 21.225.909 62                    | »                                          | 1.424.118.162 42 |
| 1919                                                | 29.438.172 56               | 79.594.769 68                        | 391.008.121 60                   | »                                          | 500.001.063 84   |
| Ensemble                                            | 1.049.045.004 36            | 539.649.933 41                       | 412.234.031 22                   | »                                          | 2.001.928.968 99 |
| (1) Lois des 16 novembre 1915 et 15 septembre 1916. |                             |                                      | (3) Loi du 19 septembre 1918.    |                                            |                  |
| (2) Loi du 27 octobre 1917.                         |                             |                                      | (4) Loi du 30 décembre 1919.     |                                            |                  |

(Voir tableau suivant, page 275.)

L'organisation du fonds de dépréciation anglais, est établie d'après le même principe que l'institution française similaire qui vient d'être décrite, sauf toutefois en ce qui concerne l'origine des ressources destinées à assurer son fonctionnement. Créé au moment de l'émission du troisième emprunt de guerre, il a été alimenté par un premier versement égal à 0.125 % de la somme souscrite; toutefois, le prélèvement cesserait d'être effectué lorsque le fonds de dépréciation atteindrait 10 millions de liv. st.

Avec ce fonds, les commissaires de la dette nationale achetaient les titres de l'emprunt chaque fois que le cours tombait au-dessous du prix d'émission; les obligations achetées sont annulées.

Lorsque la situation du marché ne nécessitera plus leur

ETAT DES ACHATS DE RENTES EFFECTUÉS CHAQUE MOIS DE L'ANNÉE 1919  
EN EXÉCUTION DE L'ARTICLE 5 DE LA LOI DU 26 OCTOBRE 1917

— 275 —

| MOIS               | Rentes 5 0/0<br>coût    | Rentes 4 0/0 1917<br>coût | Rentes 4 0/0 1918<br>coût | TOTAUX                  |
|--------------------|-------------------------|---------------------------|---------------------------|-------------------------|
| Janvier .....      | fr. c.<br>11.542.430 05 | fr. c.<br>1.284.202 42    | fr. c.<br>1.090.935 94    | fr. c.<br>13.917.269 41 |
| Février.....       | »                       | »                         | »                         | »                       |
| Mars.....          | »                       | »                         | »                         | »                       |
| Avril.....         | »                       | »                         | »                         | »                       |
| Mai.....           | 36.861 88               | »                         | »                         | 36.861 88               |
| Juin.....          | 12.064.906 57           | 614.910 60                | 8.033.086 43              | 20.709.903 32           |
| Juillet.....       | 4.407.747 57            | 13.967.718 38             | 18.621.061 90             | 36.996.527 85           |
| Août.....          | 1.286.200 62            | 24.493.649 61             | 44.824.503 19             | 70.604.353 42           |
| Septembre.....     | »                       | 2.967.178 12              | 14.726.881 13             | 14.694.062 25           |
| Octobre.....       | »                       | 2.740.169 13              | 71.372.767 83             | 74.112.936 96           |
| Novembre.....      | 120.325 87              | 3.273.923 69              | 127.222.495 13            | 130.616.745 09          |
| Décembre.....      | »                       | 30.256.016 73             | 108.116.386 93            | 138.372.403 66          |
| Tot. de l'an. 1919 | 29.458.172 56           | 79.594.769 68             | 391.008.121 60            | (1) 500.061.063 84      |
| Antérieurement.    | 1.049.586.831 80        | 460.055.163 73            | 21.225.909 62             | 1.500.867.905 15        |
| Ensemble .....     | 1.049.045.004 36        | 539.649.933 41            | 412.234.031 22            | 2.000.928.968 99        |

(1) La différence entre ce chiffre et celui qui figure au bilan (501.489.817 62) provient d'une part du règlement en 1919 d'achats effectués en 1918 et d'autre part d'achats faits en 1919 mais réglés seulement en 1920.



intervention, les commissaires pourront éventuellement employer les sommes disponibles, soit en souscriptions en Bons du Trésor, soit en avances à l'Etat.

Pendant les six premiers mois de fonctionnement, les sommes dépensées se sont élevées à près de 17 millions de liv. st., soit mensuellement 2.800.000 liv. st. ou 70 millions de francs affectés au maintien des cours.

Pendant l'exercice 1917-1918, le montant total des versements a été de 34.580.290 liv. st.

Pour l'exercice suivant 1918-1919, il y a eu une légère diminution et le total ne s'est élevé qu'à 29.260.245 liv. st.

Vers la même époque, juillet 1917, un fonds d'intervention fut créé en Allemagne, alimenté par une émission de 400 millions de marks d'Obligations du Trésor souscrites uniquement par les banques; les détails manquent sur son fonctionnement.

Les facilités d'escompte données par les banques ont été indiquées dans le § précédent, mais, en ce qui concerne la Reichsbank, il faut signaler la particularité de l'obligation dans laquelle elle était d'acheter au cours d'émission les titres d'emprunt, dont le montant ne dépassait pas 1.000 marks, quand un porteur était obligé de vendre. L'augmentation de l'escompte des valeurs autres que les Bons du Trésor, s'élevant au 31 décembre 1917 à 2.350 millions de marks, correspond; peut-être pour une partie, à des prêts consentis à l'Etat par suite de ces achats effectués par la Reichsbank pour le soutien des cours.

**Païement en titres d'emprunt en France et en Allemagne  
des contributions sur les bénéfices de guerre et en Angleterre  
des droits de succession. Disposition spéciale à l'Italie.**

Le paiement des contributions sur les bénéfices de guerre en titres d'emprunt, a été admis en France et en Allemagne. En Angleterre, une disposition analogue a été adoptée à

l'occasion du troisième emprunt, en ce qui concerne le paiement des droits de succession.

En France, l'article 4 de la loi du 26 octobre 1917, a décidé d'admettre en paiement de la contribution extraordinaire de guerre créée par la loi du 1<sup>er</sup> juillet 1916, les titres de rentes du nouvel emprunt au taux d'émission et les titres des deux précédents emprunts à 87 fr. 50, sous réserve de leur achat avant le 24 octobre 1917. Cette mesure a été étendue à l'emprunt 4 % 1918, avec une variante sur le taux d'acceptation décompté d'après le cours officiel en bourse, mais sans qu'il puisse être inférieur au prix d'émission.

En Allemagne, la loi du 21 juin 1916, donnait également pour la première fois l'autorisation d'acquitter le *Kriegssteuer* en titres d'emprunt.

Par cette mesure, les gouvernements donnaient des facilités de paiement aux contribuables qui ayant souscrit aux emprunts, pouvaient ne point avoir les disponibilités nécessaires pour s'acquitter de l'impôt sur les bénéfices de guerre. Il est certain que si le paiement selon ce mode ne saurait être admis pour des impôts ordinaires, il est au contraire naturel, pour des contributions exceptionnelles qui sont destinées justement à alléger le poids des dépenses de guerre, et de la dette qui en résulte.

En Italie, une disposition différente, relative aux bénéfices de guerre, n'a pas eu le même but ; ici c'était une façon de conférer plus de liquidité aux titres d'emprunt, là c'est un mode de propagande pour la souscription. Il faut tout d'abord poser que cette disposition n'était applicable qu'aux Sociétés anonymes et qu'elle a eu pour résultat la transformation en ce genre de société de beaucoup d'entreprises.

L'Etat n'a pas dit : Vous paierez en titres d'emprunt, mais plutôt, vous ne paierez point, ou peu, si vous souscrivez à l'emprunt. A propos du cinquième emprunt, le Ministre du

Trésor disait en effet : « Les Sociétés industrielles ont intérêt à souscrire les plus fortes sommes à l'emprunt en vue de faire sortir de leur inventaire le montant de cette somme en titres d'Etat.

Les capitaux placés en emprunt étaient ainsi considérés pour l'application de l'impôt comme engagés dans l'entreprise industrielle ou commerciale. A s'en rapporter strictement à la loi, il y avait là une erreur certaine (Voir Décret-loi du 19 novembre 1916, n° 15.681), l'évaluation des bénéfices de guerre était faite d'après le capital engagé ; or, selon l'article 4 du Décret, et par définition, c'est le capital employé pour la production. Or, il est difficile d'admettre que le placement en rente concoure à la production ; bien au contraire, ces capitaux sont distraits de la production pour entrer dans le patrimoine, pour ainsi dire civil de la Société.

Malgré tout, à l'occasion du cinquième emprunt, le Ministre M. Meda déclarait : « Pour l'assiette fiscale de 1918, seront soustraits, en faveur de la Société taxée d'après son bilan, les placements de capital en titres du cinquième emprunt de guerre, aux effets de la surtaxe sur les bénéfices de guerre. »

En réalité, il s'agissait d'engager les Sociétés par action à souscrire, mais on doit reconnaître là une faiblesse dans le régime fiscal italien, qui permettait ainsi aux puissantes entreprises industrielles et commerciales d'échapper à l'impôt.

Dans la plupart des pays, les titres des nouveaux emprunts ont été acceptés comme caution.

Enfin une disposition spéciale à l'Angleterre a constitué une innovation surprenante dans ce pays, lors de l'émission du troisième emprunt. Elle consiste dans la faculté de payer les droits de succession en titres d'emprunt, au prix d'émission, à la condition qu'ils aient appartenus depuis

six mois au propriétaire défunt. M. Bonar Law, dans son discours de propagande au Guildhall, faisait remarquer l'avantage de cette combinaison qui non seulement était un encouragement à mettre l'emprunt en portefeuille, mais qui évitait les fortes réalisations de titres qu'entraînent parfois les décès.

---





## CHAPITRE VI

### MODALITÉS ET RÉSULTATS DES EMPRUNTS

---

#### I. — Modalités des Emprunts.

**Taux de l'intérêt, Emprunt au pair ou au-dessous du pair.  
Taux des emprunts français,  
errements suivis en Angleterre et en Italie.**

Il y a deux façons d'offrir aux capitalistes un intérêt rémunérateur, la plus simple consiste à le fixer directement en procédant à une émission au pair : l'autre résulte d'une prime d'autant plus élevée que l'emprunt est émis plus au-dessous du pair.

La politique suivie par les belligérants a été différente en ce qui concerne tant le taux de l'intérêt que le taux d'émission de l'emprunt.

En Angleterre même on a été hésitant et chaque émission a amené de nouvelles concessions. Il en a été de même en France et en Italie. En Allemagne, au contraire, dès le début, l'intérêt a été élevé et l'émission très rapprochée du pair. Cette régularité a été due à la discipline, à la stratégie financière qui a mobilisé les capitaux allemands moins dans leur intérêt que dans celui de l'Empire.

L'intérêt des emprunts en France s'est modelé sur le taux du loyer de l'argent ; pour l'émission du premier emprunt 5 %, l'exposé des motifs s'exprimait ainsi. « C'est le taux

déjà admis pour les opérations de Trésorerie et les emprunts à court terme faits au nom de la Défense nationale; le public a témoigné par l'empressement avec lequel il a souscrit aux valeurs du Trésor, de la faveur que ce taux rencontrait près de lui. L'émission ne saurait être faite au pair, alors que le taux réel de placement des obligations ressort à 5 1/2 % sans compter la prime de remboursement et, d'autre part, la marge qui existera entre le prix d'émission et le pair donnera aux titres nouveaux des perspectives de plus-values essentiellement favorables au crédit de l'Etat en vue des opérations futures. »

Le taux de l'intérêt fixé à 5 % pour les deux premiers emprunts a été réduit à 4 % pour les deux autres, mais combiné avec les taux d'émissions, l'intérêt effectif ressortait comme suit :

|                         |     |               |        |
|-------------------------|-----|---------------|--------|
| 1 <sup>er</sup> Emprunt | 5 % | 1915.....     | 5.73 % |
| 2 <sup>e</sup>          | —   | 5 — 1916..... | 5.71 — |
| 3 <sup>e</sup>          | —   | 4 — 1917..    | 5.83 — |
| 4 <sup>e</sup>          | —   | 4 — 1918..... | 5.64 — |

Le taux a donc été à peu près invariable et a marqué même une légère décroissance au dernier emprunt. Un seul reproche pourrait être formulé, si l'on ignorait l'importance que le Gouvernement attache au succès de l'émission, c'est l'exagération de la prime d'amortissement. Tout à l'heure les raisons de M. Lloyd George seront exposées sur ce point, mais il est certain que si une prime élevée ne paraît pas avoir une importance trop considérable quand il s'agit de rentes perpétuelles dont l'amortissement peut être repoussé indéfiniment, elle gêne cependant les conversions futures.

Le Chancelier de l'Echiquier aurait préféré naturellement une émission à 4 % au pair du premier emprunt, mais le monde financier britannique paraît avoir opposé assez de résistance à cette conception, qui gênait la spécu-

lation et finalement, M. Lloyd George s'est rangé à son avis, malgré la tradition anglaise depuis 1815 et a justifié sa décision par la garantie ainsi accordée contre la baisse des cours.

« La deuxième forme est une émission au-dessous du pair à 3 1/2 % et remboursable au pair à une date relativement rapprochée, le taux de la prime de remboursement et la garantie de remboursement au pair à une certaine date équivalent à une garantie d'intérêt à 4 %. L'avantage de cette méthode va apparaître nettement à la Chambre. La promesse de remboursement au pair, à une certaine date, et à une date prochaine, constitue une garantie contre la dépréciation. Cela signifie que, loin de se déprécier à mesure que l'on approche de cette date, quelle que soit la durée de la guerre, lorsqu'il est remboursable au pair notre titre augmentera de valeur. Cela est infiniment préférable au point de vue des banques et des grands établissements. Cette combinaison offre, en outre, cet avantage qu'un titre qui augmente progressivement de valeur en capital jusqu'à la date du remboursement, se prête mieux aux facilités de crédit qui augmenteront probablement d'importance, non seulement pendant la durée de la guerre, mais pendant la période de reconstruction qui suivra. Nous sommes donc arrivés à conclure que l'émission de titres de cette nature, serait, somme toute, plus avantageuse et pour le capitaliste et pour l'Etat.

« L'Emprunt prendra la forme d'un titre 3 1/2 % remboursable au pair par le Gouvernement le 1<sup>er</sup> mars 1928, après notification trois mois à l'avance entre le 1<sup>er</sup> mars 1925 et le 1<sup>er</sup> mars 1928. Le taux d'émission sera fixé à 95 % »

En réalité, la prime était assez faible, 5 %, l'émission ayant eu lieu à 95, et dans cette mesure elle était favorable aux souscripteurs sans être dangereuse pour le Trésor. En temps de guerre on peut redouter la dépréciation, et contre

elle la garantie d'une prime au bout d'une dizaine d'années est efficace, car à mesure que l'échéance approche, la valeur du titre croît ; mais c'est moins la prime que la certitude du remboursement qui soutient les cours. A ce point de vue un remboursement au pair sans aucune prime, à échéance peu éloignée, est bien plus intéressant qu'une prime élevée sur un emprunt perpétuel, qui ne sera peut-être jamais remboursé. Dans ce dernier cas, il s'agit surtout de faire illusion sur le public qui espère toujours qu'un jour viendra où le Gouvernement cherchera à amortir sa dette ; mais plus lourde est la dette, plus lointaine est la perspective du remboursement.

Malgré la prime de 5 % le taux effectif du premier emprunt anglais 4 % diminué de l'income-tax n'était pas proportionné aux circonstances. Avec le deuxième et le troisième emprunts ; l'Angleterre est revenue sur ses précédents errements. Le deuxième emprunt fut émis à 4 1/2 au pair remboursable en 1945, déduction faite de l'income-tax, l'intérêt était réduit à 4 %, mais les porteurs pouvaient espérer qu'à la fin de la guerre l'impôt serait diminué. Un troisième revirement s'est produit avec le troisième emprunt, marquant les hésitations du Gouvernement en cette matière ; on a émis du 5 % à 95 et du 4 % au pair exonéré d'income-tax, au choix du souscripteur.

Les emprunts italiens présentent une progression continue du taux de l'intérêt effectif. Le Gouvernement a cherché à stimuler progressivement les souscriptions ; du prix d'émission de 97 % avec intérêt de 4 1/2 on est parvenu au prix de 86,50 % avec 5 % d'intérêt.

|                      |           |          |            |
|----------------------|-----------|----------|------------|
| Emprunt amortissable | 1915....  | 4 1/2 %  | 97 lire    |
| —                    | —         | 1915.... | 4 1/2 — 95 |
| —                    | —         | 1916.... | 5 — 97.50  |
| —                    | consolidé | 1917.... | 5 — 90     |
| —                    | —         | 1918.... | 5 — 86.50  |

Le prix d'émission du dernier, fait ressortir le taux de l'in-

térêt à 5,78 % et le résultat a de beaucoup dépassé celui des précédents.

L'emprunt à faible intérêt nominal émis très au-dessous du pair a eu de chauds partisans en Italie; on a indiqué plus haut la préférence marquée par le public italien pour le 3 1/2 %, c'est ce qui faisait envisager à la fin de la guerre, au lieu d'un consolidé « coûteux » 5 % à 86,50, l'émission d'un 3,50 % à 70 lire. A ce prix, l'intérêt est de 5 %; c'est l'opération qui a été faite d'ailleurs en France avec les deux 4 % 1917 et 1918. Le système a été soutenu notamment par le banquier de Turin Deslex, dans le *Corriere economico*, le professeur Griziotti dans le supplément économique du *Tempo* et le professeur Flofà dans l'*Economista*.

La valeur de ce mode était démontré par l'exemple des anciennes rentes italiennes émises de 1860 à 1868, 5 % au cours moyen de 68; ces rentes avaient été converties en 3,50 actuel et les demandes de remboursement s'élevèrent à peine à 4 millions sur un capital de 8 milliards 100 millions soumis à la conversion. Si pour les émissions actuelles, d'ici 50 ans, l'Etat par suite de la diminution du taux de l'intérêt pouvait effectuer la conversion du 3,50 % en 3 %, la perte dérivant de l'obligation de rembourser à 100 la rente émise à 70 serait réduite à un capital très mince et inférieur à l'économie réalisée en un demi-siècle sur le taux de l'intérêt. En effet, l'économie du budget sur une souscription de 12 milliards s'élèverait par rapport à une semblable somme de consolidés à 150 millions de lire par an.

Ceci s'appliquerait aussi bien aux autres belligérants qu'à l'Italie, mais cette combinaison ne repose que sur une comparaison et des suppositions, et si, en pratique, des circonstances que l'on ne peut prévoir peuvent lui assurer un bon résultat, on ne saurait conseiller à un pays de s'engager délibérément dans une voie en principe dangereuse.

Sur ce point, M. Schanzer, ministre du Trésor italien,



disait : « On a longuement envisagé d'émettre un nouveau titre 3 1/2 %; inutile de dire qu'un pareil type, par ses qualités présentes et futures, avait d'avance toutes les sympathies du Gouvernement. Mais après de patientes observations, sur les conditions de notre marché nous avons dû conclure qu'un nouveau 3 1/2, même s'il était soustrait par un privilège spécial à l'impôt sur le capital, n'aurait pas trouvé sur le marché un placement suffisant. » (1).

En Allemagne, l'emprunt d'Empire a été émis durant toutes les hostilités à 5 % avec un prix d'émission très rapproché du pair et qui a peu varié; il a été fixé respectivement (2) à 97,50 au premier emprunt, 98,50 au deuxième, 99 au troisième, 98,50 au quatrième, 98 aux cinq derniers. Une légère différence a été faite pour les obligations du Trésor, émises en même temps que l'emprunt d'Empire sauf au troisième. L'intérêt et le prix d'émission aux deux premiers emprunts pour l'emprunt d'Empire et les obligations étaient les mêmes, mais à partir du quatrième le taux des obligations était celui de 4 1/2 %, avec un prix d'émission de 95 % pour les quatrième et cinquième et 98 % pour les trois derniers.

**Garantie d'inconvertibilité. Immunité fiscale.**

**Abandon du droit de taxation en Angleterre sur une partie des titres du troisième emprunt.**

**Faculté de libération par versements partiels.**

La garantie d'inconvertibilité pendant une certaine période a été accordée par tous les Gouvernements; elle varie en moyenne entre 10 et 15 ans, sauf en Allemagne où elle n'a eu qu'une très courte durée en ce qui concerne les

---

(1) Exposé financier du 16 décembre 1919.

(2) Les titres nominatifs de l'emprunt d'Empire étaient émis à 20 pfennigs au-dessous des titres au porteur.

premières obligations et une durée de 5 à 10 ans en ce qui concerne les emprunts d'Empire.

Cette garantie résulte parfois d'un texte exprès, par exemple en Italie le décret du 1<sup>er</sup> Janvier 1915 spécifie que « les obligations pendant une durée de 10 ans et jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 1925 ne pourront être sujettes à conversion ou à remboursement ».

Ailleurs, en Angleterre, en Allemagne, la durée de cette période se trouve indiquée par la date à laquelle le Gouvernement s'est réservé le droit d'amortissement, sauf toutefois pour les obligations du sixième emprunt allemand et suivants, où une date est fixée jusqu'à laquelle les obligations qui ne seront pas sorties au tirage au sort seront inconvertibles.

La question de l'inconvertibilité peut être envisagée soit par rapport au Gouvernement soit par rapport aux souscripteurs. Pour ces derniers, la garantie qui en résulte est un avantage et un attrait; vis-à-vis du Trésor, les engagements qu'il prenait pour une aussi courte durée, n'étaient point considérable; le loyer de l'argent n'est guère susceptible de baisser rapidement; en sens inverse, une telle disposition avait beaucoup plus d'importance pour l'Etat quand il s'agissait d'emprunt amortissable: en spécifiant un délai à la conversion, il se réservait le droit de l'opérer, ce qui lui aurait été impossible en l'absence de cette clause jusqu'à la date fixée pour le remboursement.

TABLEAU DES EMPRUNTS ET DES PÉRIODES D'INCONVERTIBILITÉ

| FRANCE     |      | ANGLETERRE     |      | ITALIE         |      | ALLEMAGNE                               |                                                                                                                                                    |
|------------|------|----------------|------|----------------|------|-----------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|            |      |                |      |                |      | Emprunts d'Empire                       | Obligations du Trésor                                                                                                                              |
| 5 0/0 1915 | 1931 | 3 1/2 0/0 1914 | 1925 | 4 1/2 0/0 1915 | 1925 |                                         |                                                                                                                                                    |
| — 1916     | 1931 | 4 1/2 0/0 1915 | 1925 | 4 1/2 0/0 1915 | 1925 |                                         |                                                                                                                                                    |
| 4 0/0 1917 | 1943 | 5 0/0 1917     | 1929 | 5 0/0 1916     | 1926 |                                         |                                                                                                                                                    |
| 4 0/0 1918 | 1944 |                |      | 5 0/0 1917     | 1931 |                                         |                                                                                                                                                    |
|            |      |                |      | 5 0/0 1918     | 1931 |                                         |                                                                                                                                                    |
|            |      |                |      |                |      | 1 <sup>er</sup><br>au<br>3 <sup>e</sup> | 1 <sup>res</sup><br>2 <sup>mes</sup><br>4 <sup>e</sup> et 5 <sup>e</sup><br>6 <sup>e</sup> à 9 <sup>e</sup><br>1918<br>1921<br>1923<br>1927<br>(1) |
|            |      |                |      |                |      | 1924                                    |                                                                                                                                                    |

(1) Garantie seulement pour les obligations non sorties au tirage avant cette date.

L'immunité d'impôt est en France une clause de style depuis le principe de l'exemption fixé par l'article 98 de la loi du 9 Vendémiaire an VI (30 septembre 1797) : « Le tiers de la dette publique conservé en inscription est déclaré exempt de toute retenue présente ou future. » (1) Cette immunité a été à nouveau formellement consacrée par chacune des lois d'emprunts. La question n'a d'ailleurs pas été discutée et voici l'opinion de M. Ribot au moment de l'émission du 5 % 1915 :

« Nous avons cru pouvoir déclarer nettement, car il ne doit pas y avoir la moindre équivoque dans un contrat de bonne foi entre l'Etat et ses créanciers, que les titres nouveaux seraient exempts d'impôt.

« Nous ne voulons pas soulever la question de savoir s'il est bon ou mauvais que la rente soit soumise au droit commun en matière d'impôts. Sur ce point toutes les opinions sont libres ; j'ai expliqué la mienne autrefois et récemment au Sénat. Aujourd'hui la question n'est pas posée. C'est uniquement en raison de l'état de fait, en raison de la situation qui résulte de la guerre, que nous déclarons qu'il est nécessaire que le nouveau titre ne soit pas soumis à l'impôt ; mais j'ai tenu à préciser, pour éviter tout malentendu, que la rente, pas plus qu'aucune partie du patrimoine français, n'échapperait à l'application des impôts généraux qui frappent l'ensemble, soit de la fortune, soit du revenu. »

L'exemption d'impôts précisait également le rapporteur à la Chambre, de l'emprunt 4 % 1918, doit être entendu dans ce sens que les rentes qui en bénéficient ne sont pas astreintes à des taxes spéciales ou à des impôts cédulaires concernant particulièrement la catégorie des valeurs ou des revenus dont elle fait partie, mais par contre leur montant doit

---

(1) E. ALLIX, *Traité élémentaire de Science des finances*, page 535, Rousseau et Cie, Paris, 1921.

entrer en ligne de compte dans le calcul des revenus soumis à l'impôt global.

Malgré ces déclarations le revenu net se trouve diminué même pendant la période d'inconvertibilité.

Depuis 1803 l'Angleterre avait renoncé à l'immunité fiscale des titres d'emprunts, et cette question ne fut même pas posée au Parlement ; les deux premiers emprunts en 1914 et 1915 furent soumis à l'income-tax, en tant qu'impôt cédulaire et à la super-tax dans la mesure où les titres contribuaient à former le revenu global du contribuable.

Une dérogation a été apportée à cette règle à l'occasion du troisième emprunt qui fut émis sous deux formes 5 % à 95 soumis à l'impôt, et 4 % au pair exempt d'income-tax mais restant soumis à la super-tax. M. Bonar Law, dans son discours au Guildhall, expliquait en définitive que par suite de la différence du taux de l'intérêt, les porteurs de 4 % subiraient une diminution dans leur revenu égale à 5 sh. par liv. st., mais non supérieure au cas où le taux de l'income-tax viendrait à être relevé. Voici d'ailleurs les termes de son discours sur ce point : « Chacun sait qu'au point de vue du purisme financier, il est mauvais pour un Chancelier de l'Echiquier de faire abandon du droit de taxation dans l'avenir ; mais il m'a paru qu'il pouvait y avoir des gens qui tenaient essentiellement à être assurés que pendant la durée de l'emprunt, ils ne seraient pas exposés à payer plus de 5 sh. par liv. st. d'income-tax et qu'il était bon de leur donner satisfaction. Ceci ne veut pas dire que les porteurs du nouveau 4 % seront passibles de 5 sh. d'income-tax, mais bien que ce taux de 4 % correspond à peu près exactement au rendement net du 5 % pour les porteurs de celui-ci après avoir soldé l'impôt. Il s'ensuit que dans le cas où les besoins de la guerre obligerait à majorer encore le taux de 5 sh., les porteurs subiraient d'autant une diminution du rendement net, tandis que les porteurs de 4 %, non passibles de

l'impôt, seraient indemnes. C'est là une cote mal taillée à quoi l'on n'aurait pas songé si les circonstances impérieuses où nous sommes n'obligeaient pas à user d'artifices nombreux. »

Toute exemption fiscale est grave, car elle est toujours accordée au détriment d'autres capitaux, employés dans l'industrie, le commerce ou l'agriculture par exemple et qui méritent tout autant la bienveillance du législateur, car ils participent au développement et à la prospérité nationale, sans laquelle l'Etat ne pourrait assurer l'exécution de ses engagements.

L'Italie a exonéré explicitement l'intérêt de ses emprunts en les déclarant : « Nets de tout impôt et de toute taxe. » Dans le silence des textes relatifs aux emprunts allemands, on doit les considérer comme exempts d'impôts particuliers, pendant toute leur période d'inconvertibilité, mais passibles d'un impôt général sur le revenu.

Un des derniers avantages accordés aux capitalistes, est la faculté de se libérer par versements partiels.

En Allemagne, jusqu'au troisième emprunt exclusivement, le droit de faire des versements partiels n'était accordé qu'au dessus de 1.000 marks. On peut rapprocher de cette mesure défavorable aux petits souscripteurs l'exclusion en Angleterre lors de l'émission du premier emprunt des souscriptions au dessous de 100 liv. st. (2.500 francs).

M. Lloyd George s'est expliqué sur ce point, dans son discours du 17 novembre 1914.

« Nous avons étudié très soigneusement la question de savoir si les capitalistes pourraient être admis à souscrire pour des sommes inférieures à 100 livres; mais les avis que nous avons reçus à ce sujet ont été défavorables à l'expérience. On l'a tenté maintes fois, non seulement dans ce pays, mais à l'étranger, et le résultat n'a pas été satisfaisant si l'on considère l'ensemble. Cette méthode a pour effet de



vider les Caisses d'épargne. Cela n'aiderait pas le Gouvernement à l'heure actuelle. Il vaut infiniment mieux pour nous, que les Banques nous prêtent leur concours plutôt que de faire appel, en lui donnant un titre de moins de 100 livres, au petit capitaliste qui a placé son argent, soit dans les Banques, soit dans les Caisses d'épargne. Je conviens que c'est quelque chose qui émeut plutôt le public, mais cela n'a pas grande signification au point de vue de l'argent qui rentre dans les caisses de l'Etat. »

En dehors de la question sentimentale qui a une valeur respectable, ce concours des petites souscriptions n'était pas négligeable et, dans la suite, le Gouvernement anglais lui-même autant que les autres y a fait largement appel, particulièrement au moyen de la propagande du « War Saving Committee. »

On peut noter enfin en France, deux privilèges accordés aux anciennes rentes et dont bénéficient les émissions de guerre, ce sont l'imprescriptibilité résultant de la perpétuité et l'insaisissabilité consacrée par l'article 4 de la loi du 8 Nivôse, an VI (28 décembre 1791), dont le principe a été tempéré par la jurisprudence.

**Types amortissables et perpétuels.  
Opinion différente en France et en Angleterre  
sur le fardeau de la Dette.  
Conception italienne.**

Les deux types, amortissable et perpétuel, ont été employés par les belligérants, selon que l'on estimait devoir faire partager à la postérité les charges de la guerre, ou en liquider les frais le plus tôt possible, car d'une manière générale on juge que le poids de l'emprunt est rejeté sur les générations futures, bien que ce point soit discuté et que des deux côtés on trouve l'opinion d'économistes avertis (1).

---

(1) Voir la discussion de ce problème II<sup>e</sup> partie, chapitre 2.

Le principe qui guidait les Gouvernements français et anglais dans leurs opérations financières de guerre était que le fardeau de l'emprunt s'étendait sur les générations futures, mais il y avait divergence complète sur son application, c'est-à-dire sur la question de savoir s'il était équitable ou non de leur faire partager ce fardeau, ou de le réserver aux générations présentes.

En France on considère comme légitime d'étendre à nos descendants une partie des charges financières et le sacrifice d'argent qu'on leur demande, à côté de celui du sang, semble bien léger. Une part dans les bienfaits moraux et économiques d'une paix victorieuse vaut bien quelque chose et ce n'est pas l'acheter chèrement que d'y contribuer au moyen des richesses qu'elle aura permis d'acquérir. Ce raisonnement serait excellent s'il ne rencontrait une objection : dans le cycle de la vie des peuples, chaque jour apporte sa peine, et nous ignorons l'importance des charges qui pèseront sur nos enfants.

L'opinion unanime en Angleterre est contraire à celle qui a cours en France. M. Austen Chamberlain s'exprimait ainsi (1) : « Jamais..., sous prétexte de poursuivre une guerre dans l'intérêt des générations futures, nous n'avons pensé que nous pourrions en rejeter sur la postérité la charge financière totale. Une pareille politique aurait été indigne de nous comme citoyens, elle aurait manqué de patriotisme et elle aurait manqué de prudence, ce serait faillir à nos devoirs... »

La même opinion était vigoureusement soutenue dans la presse, la *Saturday Review* (2) notamment disait : « Le résultat net des propositions de M. Lloyd George est que la génération présente doit payer largement et loyalement sa

---

(1) JÈZE, *op. cit.*, p. 86.

(2) JÈZE, *op. cit.*, pp. 89 et 90.

part des énormes dépenses qu'elle est appelée à faire... Charger l'avenir de dettes, passer à nos héritiers un héritage hypothéqué, rejeter le fardeau de nos épaules sur celles de nos enfants, cette politique n'a pas été la méthode de nos Chanceliers... Tout effort pour esquiver aujourd'hui notre fardeau aurait été au premier chef de l'égoïsme et de la déloyauté ! »

Il semble qu'entre ces deux conceptions il y a une juste mesure à garder et c'est aux Gouvernements qu'il appartient de s'en rapprocher le plus possible en organisant au plus tôt l'amortissement régulier de la Dette.

Quoi qu'il en soit, la théorie anglaise qui a trouvé son plus large développement dans le système fiscal a laissé sa trace dans l'émission des emprunts, de même que la théorie opposée a inspiré la politique financière de guerre de notre pays. L'emprunt perpétuel a été la règle en France, l'emprunt amortissable a été seul usité en Angleterre, avec pour caractéristique un amortissement obligatoire dans un délai déterminé et assez bref, très court au début de la guerre, 13 ans pour le premier emprunt et plus éloigné à mesure que le développement des hostilités ne permettait plus d'envisager un remboursement aussi rapproché; le dernier délai était fixé pour les deux emprunts suivants à 30 ans.

L'Italie s'engagea dans la même voie pour ses trois premiers emprunts, amortissables dans un délai de 25 ans, elle contractait en perpétuel à partir du quatrième emprunt et à cette même date où elle opérait la transformation et l'unification de ses emprunts antérieurs, elle faisait un pas en arrière; mais il faut noter qu'en Italie des théoriciens de grande valeur ont affirmé que l'emprunt n'imposait point de sacrifices aux générations futures. Au sujet du cinquième emprunt le professeur Einaudi, faisant appel aux souscripteurs, disait en parlant de l'emprunt : « Nous liquidons immédiatement une partie des dépenses de la guerre. En

souscrivant à l'emprunt, en renonçant aujourd'hui à la consommation correspondante de deniers, pour l'usage privé, nous supportons aujourd'hui les sacrifices de restrictions que la guerre impose.

*« Jusqu'à concurrence des emprunts aujourd'hui souscrits et des impôts payés aujourd'hui, la guerre n'imposera aucun sacrifice aux générations futures, et c'est une erreur d'affirmer que les emprunts déchargent sur les générations futures le fardeau de payer les dépenses de la guerre actuelle. Non s'il s'agit d'emprunts intérieurs, le sacrifice est accompli tout entier et définitivement par la génération présente. Aujourd'hui et non demain au lieu de produire et de consommer, nourriture effets et autres choses pour des satisfactions privées et égoïstes, l'on produit et l'on consomme des armes, des munitions, des denrées, des effets pour l'armée, demain la guerre finie, il ne sera plus nécessaire de rejeter le même sacrifice déjà supporté une fois avec les impôts et les emprunts intérieurs. »*

Les emprunts extérieurs seulement, pour lesquels aujourd'hui on ne supporte aucun réel sacrifice, exigeront demain le service des intérêts et le remboursement du capital. Cette opinion sera discutée plus loin, mais elle est séduisante et le professeur Einaudi l'expose avec un accent si persuasif qu'il a pu en être tenu compte dans les décisions du Gouvernement, dont les membres pouvaient également la partager.

Peut-être en Allemagne une partie du public estimait naturel de faire supporter la liquidation de la dette par le vaincu et alors la question envisagée ne se posait point, mais, ce n'était pas la conception des milieux officiels. « Nous consoliderons, disait le comte de Rœdern, les frais de la guerre à l'aide d'emprunts à longue échéance et régulièrement renouvelés... » et le Docteur P. Michaelis, dans le *Berliner Tageblatt* du 8 décembre 1917, ajoutait, dans ses

commentaires: « Il est nécessaire que l'opinion publique soit persuadée que s'il le faut, nous viendrons à bout, à l'aide de nos propres forces et sans secours étranger, des effets financiers produits par la guerre. Il est toutefois tout aussi nécessaire de ne se faire aucune illusion sur le fardeau qui nous incombera plus tard. »

En tout cas l'Allemagne a créé en principe des emprunts consolidés dans la proportion, au 31 décembre 1918, de 77.780.366.400 marks contre 11.207.744.400 marks d'emprunts amortissables.

## II. — Résultats des Emprunts.

### Emprunts Français.

(Voir tableaux page 296 et 297).

### Emprunts Anglais

#### MÉCANISME DU DÉPLACEMENT DES FONDS EN BANQUE.

En Angleterre, le montant du premier emprunt a été fixé à 350 millions de liv. st. Les demandes devaient être accompagnées d'un dépôt de liv. st. 2 % à la Banque d'Angleterre et les versements ultérieurs étaient fixés comme suit :

Liv. st. 3 %, 7 décembre 1914, et 10 % les 21 décembre 1914, 7 janvier, 4 février, 22 février, 11 mars, 25 mars, 12 avril et 26 avril 1915.

Les versements partiels pouvaient être opérés en bloc à partir du 7 décembre 1914, sous escompte de 3 % l'an.

Le 27 novembre 1914, M. Lloyd George rendait compte en ces termes du succès de la première vaste opération de crédit effectuée en Angleterre, quelques mois après l'ouverture des hostilités.



# RÉSULTATS DES EMPRUNTS

LES ÉMISSIONS DES 4 EMPRUNTS DE GUERRE FRANÇAIS ONT EU LIEU AUX DATES SUIVANTES  
POUR CHACUN DES VERSEMENTS PARTIELS

| EMPRUNTS | 1 <sup>er</sup> VERSEMENT |         | 2 <sup>me</sup> VERSEMENT |         | 3 <sup>me</sup> VERSEMENT |         | 4 <sup>me</sup> VERSEMENT |         |
|----------|---------------------------|---------|---------------------------|---------|---------------------------|---------|---------------------------|---------|
|          | Date                      | Montant | Date                      | Montant | Date                      | Montant | Date                      | Montant |
| 5 % 1915 | 23 nov. 1915              | 40 frs. | 15 janv. 1916             | 26 frs. | 15 fév. 1916              | 26 frs. | 15 mars 1916              | 26 frs. |
| 5 % 1916 | 5 oct. 1916               | 15 »    | 16 déc. 1916              | 23.75   | 16 fév. 1917              | 25 »    | 16 avril 1917             | 25 »    |
| 4 % 1917 | 26 nov. 1917              | 12 »    | 21 janv. 1918             | 20 frs. | 10 mars 1918              | 17.20   | 5 mai 1918                | 20 »    |
| 4 % 1918 | 20 oct. 1918              | 12 »    | 16 janv. 1919             | 19.70   | 1 <sup>er</sup> mars 1919 | 20 »    | 16 avril 1919             | 20 »    |

Les jours d'ouverture et de clôture des souscriptions ont été :

|               |                  |                  |
|---------------|------------------|------------------|
| 5 % 1915..... | 25 novembre 1915 | 15 décembre 1915 |
| 5 % 1916..... | 5 octobre 1916   | 29 octobre 1916  |
| 4 % 1917..... | 26 novembre 1917 | 16 décembre 1917 |
| 4 % 1918..... | 20 octobre 1918  | 24 novembre 1918 |

# RÉSULTATS DES QUATRE EMPRUNTS DE LA DÉFENSE NATIONALE

(en milliers de francs)

— 297 —

| NATURE DES SOUSCRIPTIONS                                    | Emprunt 5 % 1915 | Emprunt 5 % 1916 | Emprunt 4 % 1917<br>(1) | Emprunt 4 % 1918 | TOTAL      |
|-------------------------------------------------------------|------------------|------------------|-------------------------|------------------|------------|
|                                                             | francs           | francs           | francs                  | francs           | francs     |
| I                                                           |                  |                  |                         |                  |            |
| Montant en valeur nominale.                                 | 43.204.960       | 44.513.978       | 44.803.096              | 31.303.986       | 72.826.602 |
| II                                                          |                  |                  |                         |                  |            |
| Produit effectif .....                                      | 43.307.814       | 40.082.453       | 40.471.202              | 22.463.220       | 55.724.686 |
| Numéraire .....                                             | 6.284.731        | 5.425.331        | 5.133.984               | 7.246.037        | 24.090.083 |
| Bons de la Défense nationale.                               | 2.244.385        | 3.693.071        | 4.584.768               | 13.255.100       | 23.777.324 |
| Obligations de la Défense nationale.                        |                  |                  |                         |                  |            |
| Rentes 3 1/2 % amortissables                                | 3.316.883        | 956.272          | 449.491                 | 1.412.069        | 6.134.715  |
| Rentes 3 % ancien .....                                     | 22.349           | 7.779            | 2.959                   | 3.084            | 36.171     |
| Coupons russes .....                                        | 4.439.463        | »                | »                       | »                | 4.439.463  |
| Bons du Trésor. ....                                        | »                | »                | »                       | 239.370          | 239.370    |
|                                                             | »                | »                | »                       | 7.560            | 7.560      |
| TOTAL égal au produit effectif.                             | 43.307.814       | 40.082.453       | 40.471.202              | 22.463.220       | 55.724.686 |
| III                                                         |                  |                  |                         |                  |            |
| Montant en Rentes.....                                      | 760.248          | 575.699          | 592.124                 | 4.252.159        | 3.480.230  |
| (1) Seul le 3 <sup>e</sup> Emprunt avait un montant limité. |                  |                  |                         |                  |            |

« Nous avons levé le plus grand emprunt qui ait jamais été émis dans l'histoire du monde et nous l'avons fait dans des conditions difficiles; le succès de l'emprunt peut être considéré comme la justification des mesures que nous avons prises. Nous avons déjà levé 90 millions de livres pour le même objet et nous avons à lever 440 millions de livres sur le même marché, pour le même objet et dans les mêmes conditions. Nous venions de traverser la crise financière la plus sérieuse que ce pays ait jamais connue. Le moratorium par lequel nous avons protégé les débiteurs venait de prendre fin et, ce qui est plus grave encore, le mécanisme qui a toujours joué un rôle si important dans le placement des emprunts, le Stock Exchange, était fermé à cette époque. Pendant la guerre du Transvaal, le Stock Exchange contribua puissamment au placement de l'emprunt qui eut lieu à cette époque, et je fais, ici, non seulement allusion à la spéculation du Stock Exchange, mais à la partie la plus légitime des transactions. Le petit capitaliste ne se décide pas aussi vite à souscrire que le spéculateur; si vous lui dites qu'il n'a que huit jours pour souscrire, il n'est pas disposé à le faire, à moins que ce soit par l'entremise de gens qui peuvent lui donner d'utiles conseils. Le Stock Exchange prend une large part des grands emprunts et la répartit ensuite parmi sa clientèle; les membres du Stock Exchange appellent l'attention sur un emprunt et sont en mesure de l'absorber et de le répartir en temps voulu et, sans aucun doute, à des conditions avantageuses pour eux-mêmes.

« L'absence d'un organisme de ce genre en cette occasion aurait pu être une difficulté sérieuse; mais qu'est-il arrivé? En faisant appel au public, et, sans doute, aussi, aux grands intérêts financiers, nous avons levé la totalité de l'emprunt, mais cet emprunt a été plus que couvert. Ce qu'il y a de plus remarquable, ce n'est pas l'assistance entière et abso-

lue que nous ont prêtée les milieux financiers — il en a toujours été ainsi dans le passé — mais la caractéristique de cet emprunt c'est le nombre considérable des petites souscriptions. Lors de la guerre du Transwaal, le nombre de ces souscriptions avait été d'environ 25.000. Pour l'emprunt actuel, le nombre de ces petites souscriptions s'élève à près de 100.000, et nous avons été heureux de servir d'abord ces petits souscripteurs. Bien que ce soit un bon placement, le petit souscripteur a montré son patriotisme par la promptitude avec laquelle il a répondu à notre appel. Il n'a pas attendu, pour voir comment les choses allaient se passer sur le marché, et ainsi, grâce à la réponse des souscripteurs, nous avons pu lever les capitaux les plus considérables qui aient jamais été obtenus dans un pays, sans avoir recours à des expédients comme ceux qu'a employés l'Allemagne pour lever un emprunt bien moins important et à un taux plus élevé.

« Le chômage a diminué; la confiance est incontestablement revenue; le crédit britannique a résisté à cette tension énorme; le marché anglais a été affecté moins qu'aucun autre marché au monde. J'ignore quelles difficultés et quels efforts nous aurons encore à supporter, mais le fait de savoir que cette somme énorme a été levée de cette manière raffermi ma conviction que le crédit britannique est édifié sur des assises solides qu'aucune contingence possible à prévoir ne saurait renverser. »

Le montant du deuxième emprunt n'était pas limité, le dépôt préalable à la Banque d'Angleterre fut élevé à 5 % et les versements, comme pour le premier, échelonnés par fraction de 10 à 15 % jusqu'au 26 octobre 1915, et en cas de versement global l'escompte était de 4 1/2 %.

Les versements en espèces atteignirent 592 millions de livres sterling et le montant total, y compris les conversions, s'éleva à 899.997.000 liv. st.

Pour le troisième emprunt en 1917 le dépôt préalable fut maintenu à 5 % et les versements échelonnés de janvier au 30 mai 1917. L'ensemble des souscriptions s'est élevé à un total de 1,000.312.950 liv. st. qui représente la somme la plus élevée qui ait jamais été recueillie dans aucun pays. Sur ce chiffre 130.715.915 liv. st. seulement provenaient de la conversion des Bons du Trésor. Les délais et le pourcentage des versements, en Angleterre, comme ailleurs, ont été nécessaires pour éviter de porter atteinte au système bancaire. Tout le mouvement en numéraire s'opérant en Angleterre par l'intermédiaire des banques, le brusque reflux de sommes considérables dans un bref délai au profit de l'Etat aurait pu compromettre la réserve des banques et les mettre dans une situation difficile. C'est ce qu'expliquait sir Edward Holden, dans son discours du 27 janvier 1917 à l'assemblée de la London City and Midland Bank (1). Ces explications s'appliquent bien aux autres pays, mais dans une mesure moindre, car le développement du crédit avec son système de rotation au moyen de dépôts, chèques, virements et compensations n'atteint nulle part la même importance qu'en Angleterre.

« Chaque fois qu'un emprunt d'Etat a été émis, on a toujours eu soin de répartir sur des versements échelonnés le montant de l'emprunt demandé par l'intermédiaire des Joint stock Banks et d'autres banques, montant qui est passé au crédit du Gouvernement à la Banque d'Angleterre. Ces sommes sont destinées par l'Etat à payer ses fournisseurs et autres créanciers ; les sommes reçues par ses créanciers seront passées de nouveau à leur crédit dans les banques. Si un emprunt doit être immédiatement libéré en entier, il y a une limite à son montant. Supposez, par exemple, qu'un emprunt doive atteindre 350 millions de livres et être libéré en

---

(1) G LACHAPELLE, *op cit.*, p. 243.



entier; alors cette somme devrait être retirée des banques et versée à la Banque d'Angleterre; mais comme les réserves des banques ne dépassent guère actuellement ce montant de 350 millions de liv. st., le résultat que l'on obtiendrait en payant une telle somme en entier serait préjudiciable à ces banques, parce que leurs réserves seraient épuisées jusqu'à ce qu'un temps suffisant se fût écoulé pour que les paiements de l'Etat eussent reflué, par l'entremise des maisons d'affaires et des travailleurs jusqu'aux banques. On a résolu le problème en décidant que les emprunts seraient libérables par versements échelonnés sur certaines périodes, de telle sorte que chaque versement eût le temps de passer par la Banque d'Angleterre, par les maisons d'affaires et de refluer dans les banques avant qu'un autre versement ne fût appelé. Dans le cas de l'emprunt  $4\frac{1}{2}\%$  1915, les listes de souscriptions ont été ouvertes du 21 juin au 10 juillet, soit pendant une période de vingt jours; les versements devaient être effectués chaque quinzaine entre le 20 juillet et le 26 octobre, soit en tout huit versements. Le dernier emprunt de guerre allemand a été mis en souscription du 5 septembre au 5 octobre, soit une période de trente et un jours. Les paiements devaient avoir lieu par versements successifs du 18 octobre au 6 février 1917. Les listes de souscription de notre nouvel emprunt (1917) ont été ouvertes le 13 courant et seront arrêtées le 16 février; il y aura cinq versements; d'autres arrangements satisfaisants ont été adoptés pour qu'aucune perturbation sensible ne survienne dans les réserves des banques...

« On voit maintenant plus clairement comment a été déplacée l'énorme somme empruntée. Pour éclaircir encore le sujet, on peut comparer le mécanisme à la rotation d'une roue. Les banques placent sur la roue les versements qu'elles font pour les clients ayant souscrit aux emprunts; la roue porte ces versements au crédit de l'Etat sur les comptes

de la Banque d'Angleterre, et les souscripteurs reçoivent leurs titres. Puis, le Gouvernement dépose sur la roue les chèques servant à payer les marchandises reçues et les services rendus pour que ces chèques aillent à ses créanciers; ensuite, les créanciers transfèrent le montant de ces chèques au crédit de leur compte dans leurs banques, ce qui reconstitue les réserves des banques et les prépare à un nouveau versement. Ce processus s'est poursuivi, chaque jour et chaque semaine, pour les emprunts à court terme; il s'est poursuivi avec une autre périodicité pour les deux emprunts à long terme. Il convient de remarquer que, lorsqu'un dépôt est porté au crédit de l'Etat à la Banque d'Angleterre, ce dépôt cesse d'exister pour le client considéré (celui qui a souscrit). Lorsque l'Etat remet des chèques qui sont ensuite reçus par les Joint Stocks Banks, une nouvelle série de déposants se trouve créée, et ceux-ci, à leur tour, peuvent souscrire à d'autres emprunts. De cette manière se trouvent créées continuellement des séries de nouveaux déposants qui, au total, ont pris le montant élevé des emprunts de l'Etat. Mais s'il arrivait que certains paiements faits par l'Etat fussent être réglés sous forme d'or, alors ces paiements ne reflueraient pas aux banques, et il en résulterait une diminution dans le montant des nouveaux dépôts; en outre, dans le cas où le Gouvernement emploierait une partie d'un crédit pour rembourser une dette à la Banque d'Angleterre, ces dépôts n'iraient pas plus loin, car ils seraient employés à rembourser un emprunt qui lui-même a servi auparavant à la création d'un crédit.

« Alors se pose la question suivante: Quand un emprunt de l'Etat aboutit-il à la création d'un crédit, et quand n'aboutit-il pas à une telle création? Des crédits en banque se trouvent vraiment créés lorsque les souscriptions aux emprunts sont faites par les banques pour leur propre compte, ou lorsque des banques font des avances à leurs

clients pour permettre à ceux-ci de souscrire à de tels emprunts ; en effet les sommes liquides prélevées sur les réserves des banques en vue de souscrire aux emprunts reviennent finalement aux banques et constituent de nouveaux dépôts de la manière déjà décrite. Lorsque, au contraire, les déposants des banques emploient leurs dépôts pour souscrire aux emprunts, les révolutions de la roue montrent que ces dépôts sont simplement transférés à l'Etat, et que, après paiement effectué par l'Etat, ces sommes retournent aux Joint Stock Banks par l'entremise des comptes dont les fournisseurs de l'Etat sont titulaires. On ne constate ici aucune création de crédit mais simplement des transports des crédits du souscripteur aux crédits du Gouvernement, du Gouvernement aux fournisseurs et des fournisseurs aux banques. Le même dépôt peut tourner avec la roue continuellement, aussi longtemps que ses propriétaires successifs sont disposés à prendre des fonds d'Etat. Pendant chaque tour de roue, un nouveau montant se trouve versé sur l'emprunt. Ces remarques montrent bien comment avec un total de dépôts d'environ 1.100 millions de livres dans les Banques du Royaume-Uni, au commencement de la guerre, l'Etat a pu emprunter plus de 3 milliards de livres ; elles montrent, en outre, que, lorsque l'Etat émet des emprunts et que ces emprunts sont souscrits, soit par les clients des banques, soit par les banques elles-mêmes, l'opération se trouve effectuée par l'emploi temporaire des réserves des banques. »

### **Emprunts Italiens.**

Les résultats relativement faibles des premiers emprunts italiens s'expliquent non seulement par le moindre développement général de la richesse, mais dans une large mesure par l'inexpérience des masses en matière de crédit. Une

notion plus exacte du devoir financier, une conception plus nette aussi des avantages attachés aux emprunts d'Etat se sont fait jour dans la suite ainsi qu'en témoignent les résultats obtenus lors des dernières émissions.

« Par rapport à la somme totale des dépenses de guerre qui, disait M. R. Crespolani, fin décembre 1917, avaient atteint ou presque les trente milliards, les quatre premiers emprunts nationaux ont eu un résultat modeste, absolument hors de proportion avec les nécessités de l'Etat. »

La même observation est applicable au cinquième emprunt ; il en attribuait la cause au manque de confiance des citoyens envers l'Etat et à la crainte que celui-ci ne pût assurer l'exécution de ses obligations, soit pour le paiement des intérêts, soit pour le remboursement du capital ; une autre cause, qui a été indiquée dans un chapitre précédent, résulte du développement des industries de guerre qui ont absorbé de grandes quantités de capitaux, tandis qu'en Angleterre et en Allemagne systématiquement on s'est efforcé de réserver le marché aux besoins de l'Etat.

L'effort italien a été inférieur, même à celui de son adversaire autrichien. Au sujet du cinquième emprunt, M. Cabiati écrivait dans le *Tempo*. « Dans ces chiffres, la souscription de l'Empire des Habsbourg est frappante ; avec une richesse peu supérieure à la nôtre, avec des finances dans des conditions certainement plus mauvaises, avec une monnaie très avariée, avec des troubles intérieurs aussi graves et non passagers, les citoyens ont accompli des efforts dont nous n'avons pas été capables. »

Plus d'un moyen fut préconisé pour remédier au mal et vaincre les causes qui limitaient les résultats des emprunts : soit d'imposer aux établissements de crédit le placement en titres d'Etat d'une quote part de leurs dépôts, soit d'imposer l'emploi en titres d'emprunt d'une part déterminée, par exemple au delà de 5 % des bénéfices des socié-

tés, ou encore d'obliger l'utilisation aux souscriptions des réserves constituées pour l'amortissement ou en garantie. Mais tous ces moyens ayant été considérés comme injustes et finalement n'atteignant pas ceux qui pouvaient souscrire, l'opinion de plusieurs auteurs se tourna vers l'emprunt forcé, théoriquement efficace et équitable. Mais outre la difficulté non seulement d'évaluer les patrimoines matériels, mais aussi pour ainsi dire intellectuels de la nation, on devait refuser de recourir à un pareil procédé en face des alliés et des ennemis ; comme disait M. R. Crespolani « l'emprunt forcé révélerait à tous non seulement l'incapacité, mais le refus des citoyens de fournir les ressources nécessaires à la guerre, les alliés douteraient de notre force matérielle et morale de résistance et les ennemis jugeraient que ce qu'ils rêvent est exaucé parce que nous serions pauvres de ce qu'on appelle le « Nerf de la guerre ».

#### RÉSULTATS DES CINQ EMPRUNTS DE GUERRE ITALIENS

| EMPRUNTS                                             | Montant des souscriptions en valeur nominale<br>(millions et centaines de mille lire) |         |                           |                           |                           |         |                                  | Montant au prix d'émission<br>des souscriptions au<br>comptant et en coupons |
|------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|---------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------|----------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
|                                                      | Royaume                                                                               |         | Colonies                  | Etranger                  | TOTAL                     |         |                                  |                                                                              |
|                                                      | Comptant<br>et<br>coupons                                                             | Titres  | Comptant<br>et<br>coupons | Comptant<br>et<br>coupons | Comptant<br>et<br>coupons | Titres  | Comptant<br>coupons<br>et titres |                                                                              |
| Emprunt amortissable<br>4 1/2 émis à 97 (1915)...    | 998.5                                                                                 | »       | 1.5                       | »                         | 1.000.0                   | »       | 1.000.0                          | 970.0                                                                        |
| Emprunt amortissable<br>4 1/2 émis à 95 (1915)...    | 1.422.4                                                                               | »       | 1.9                       | 21.6                      | 1.445.9                   | »       | 1.445.9                          | 1.088.6                                                                      |
| Emprunt amortissable<br>5 0/0 émis à 97.50 (1916)... | 1.741.6                                                                               | 891.4   | 3.9                       | 81.2                      | 2.426.7                   | 891.4   | 3.018.1                          | 2.073.5                                                                      |
| Emprunt consolidé 5 0/0<br>émis à 90 (1917).....     | 2.693.8                                                                               | 1.009.5 | 3.0                       | 182.2                     | 2.789.0                   | 1.009.5 | 3.798.5                          | 2.510.1                                                                      |
| Emprunt consolidé 5 0/0<br>émis à 86.50 (1918)....   | 3.696.6                                                                               | 1.941.9 | 10.0<br>0.6               | 440.0                     | 4.146.6                   | 1.942.5 | 6.089.1                          | 3.583.8                                                                      |

Au point de vue de la répartition géographique de la richesse agricole, industrielle et commerciale, de nombreux documents ont été publiés en Italie indiquant la participation régionale aux emprunts de guerre.



C'est ainsi que pour les deux premiers emprunts, le député Alessio donnait les chiffres suivants :

**Emprunt 1<sup>er</sup> Décembre 1914**

|                          |      |             |                       |
|--------------------------|------|-------------|-----------------------|
| Italie septentrionale... | Lire | 572.155.800 | 63.93 $\frac{0}{100}$ |
| — centrale.....          | —    | 198.149.500 | 22.52 $\frac{0}{100}$ |
| — méridionale.....       | —    | 109.239.300 | 13.55 $\frac{0}{100}$ |

**Emprunt 22 Mai 1915**

|                          |      |             |                       |
|--------------------------|------|-------------|-----------------------|
| Italie septentrionale... | Lire | 600.440.500 | 55.97 $\frac{0}{100}$ |
| — centrale.....          | —    | 392.775.500 | 35.30 $\frac{0}{100}$ |
| — méridionale.....       | —    | 119.294.300 | 10.73 $\frac{0}{100}$ |

et pour le cinquième emprunt, d'après l'*Economista*, du 27 avril 1919, les résultats suivants ont été indiqués par le Ministre du Trésor pour chaque province :

Souscription totale : 5.638.452.700 lire.

|                  |                  |                |                    |
|------------------|------------------|----------------|--------------------|
| Piémont .....    | 721.645.000 lire | Lombardie ..   | 2 376.440.700 lire |
| Vénétie .....    | 403.799.100 —    | Ligurie .....  | 612.980.100 —      |
| Emilie .....     | 911.710.100 —    | Toscane ....   | 272.116.000 —      |
| Ombrie .....     | 27.020.900 —     | Marches ....   | 51.502.400 —       |
| Latium .....     | 1.335.196.400 —  | Abruzzes....   | 55.386.300 —       |
| Campanie....     | 378.820.300 —    | Calabre.....   | 41.396.200 —       |
| Basilicate ....  | 17.573.700 —     | Pouilles.....  | 136.541.300 —      |
| Sicile.....      | 270.504.400 —    | Sardaigne ...  | 35.829.200 —       |
| p. les Colonies. | 10.652.800 —     | p. l'Etranger. | 501.230.300 —      |

Ainsi que le fait remarquer M. Alessio, la différence des apports aux emprunts n'est point un indice de propension plus ou moins grande de la population pour la guerre, ou encore d'un sentiment patriotique plus ou moins fort, mais elle est le reflet de l'inégale distribution de la richesse privée en Italie.

### Emprunts allemands

Il a été émis en Allemagne à la fois de l'emprunt d'Empire « Deutsche Reichsanleihe » et des obligations du Trésor de l'Empire « Deutsche Reichsschatzanweisungen », sauf pour le troisième emprunt où il n'a été émis que des titres de rente. La grande masse des souscriptions s'est portée, d'ailleurs, sur l'emprunt d'Empire, malgré, notamment, les avantages accordés au sixième emprunt aux obligations lors de leur amortissement.

La proportion d'argent frais n'a jamais été donnée; il est certain que la grande partie était constituée par les Bons du Trésor émis dans chacune des périodes de six mois entre chaque emprunt. Il ne faut pas y attacher une grande importance, la conversion des titres à court terme vaut tout autant pour le Trésor.

#### RÉSULTATS DES EMPRUNTS

| EMPRUNTS                      | TOTAL<br>DES<br>SOUSCRIPTIONS | EMPRUNT<br>D'EMPIRE | OBLIGATIONS<br>DU TRÉSOR | TOTAL<br>DES<br>SOUSCRIPTEURS |
|-------------------------------|-------------------------------|---------------------|--------------------------|-------------------------------|
| I                             | II                            | III                 | IV                       | V                             |
| <i>En millions de Marks</i>   |                               |                     |                          |                               |
| 1 <sup>er</sup> Emprunt 1914. | 4.460                         | 3.421               | 1.339                    | 4.177.235                     |
| 2 <sup>me</sup> — 1915.       | 9.060                         | 8.285               | 775                      | 2.691.060                     |
| 3 <sup>me</sup> — 1915.       | 12.101                        | 12.101              | «                        | 3.966.418                     |
| 4 <sup>me</sup> — 1916.       | 10.712                        | 9.195               | 1.571                    | 5.279.645                     |
| 5 <sup>me</sup> — 1916.       | 10.652                        | 9.579               | 1.073                    | 3.809.976                     |
| 6 <sup>me</sup> — 1917.       | 13.122                        | 11.757              | 1.364                    | 7.063.347                     |
| 7 <sup>me</sup> — 1917.       | 12.626                        | 11.157              | 1.301                    | 5.530.285                     |
| 8 <sup>me</sup> — 1918.       | 15.001                        | 13.297              | 1.463                    | 6.869.901                     |
| 9 <sup>me</sup> — 1918.       | 10.443                        | 9.244               | 1.189                    | 2.742.466                     |

(1) Les chiffres colonnes 2 et 5 sont extraits du compte rendu du Dr Schiffer, du 13 mars 1919, à l'assemblée nationale. Les chiffres des colonnes 3 et 4 sont donnés par le professeur Köppe dans les *Jarbücher für National ökonomie*. On peut relever quelques non concordances, les chiffres donnés par le Dr Schiffer étant définitifs, tandis que les autres ont été donnés peu de temps après la souscription de chaque emprunt et ont pu être modifiés légèrement.

De tels résultats ont été, particulièrement au début, enregistrés comme un brillant succès en Allemagne. L'Empereur lui-même, au sujet du deuxième emprunt, s'exprimait en ces termes : « Dans le dépassement de toute attente dans le produit, sans exemple dans l'histoire financière de tous les pays, des souscriptions au deuxième emprunt, je vois la marque dans chaque offrande ou versement, de la volonté déterminée de vaincre et de l'attente confiante en Dieu de la victoire du peuple allemand. »

Tandis que l'emprunt d'Empire restait identique du premier au dernier, on constate, au contraire, certaines modifications pour les obligations.

Les obligations des premier et deuxième emprunts 5 %, dont le montant nominal s'élevait à 2.320.351.000 marks, étaient remboursables avant le 1<sup>er</sup> avril 1923 par tirage au sort dans les proportions suivantes :

| au 1 <sup>er</sup> avril 1919  | jusqu'à concurrence de | 200.000.000 de marks |
|--------------------------------|------------------------|----------------------|
| — 1 <sup>er</sup> octobre 1919 | —                      | 200.000.000 —        |
| — 1 <sup>er</sup> avril 1920   | —                      | 200.000.000 —        |
| — 1 <sup>er</sup> octobre 1920 | —                      | 200.000.000 —        |
| — 2 janvier 1921               | —                      | 300.000.000 —        |
| — 1 <sup>er</sup> avril 1921   | —                      | 80.000.000 —         |
| — 1 <sup>er</sup> juillet 1921 | —                      | 300.000.000 —        |
| — 1 <sup>er</sup> octobre 1921 | —                      | 80.000.000 —         |
| — 2 janvier 1922               | —                      | 300.000.000 —        |
| — 1 <sup>er</sup> avril 1922   | —                      | 80.000.000 —         |
| — 1 <sup>er</sup> juillet 1922 | —                      | 300.000.000 —        |
| — 2 octobre 1922               | —                      | 80.000.000 —         |
| — 1 <sup>er</sup> avril 1923   | —                      | 80.000.000 —         |

Les obligations émises avec les quatrième et cinquième emprunts sont du type 4 1/2 %, leur montant s'élevant à 2.646.298.300 marks était remboursable du 1<sup>er</sup> juillet 1923 au 1<sup>er</sup> juillet 1932, par tirages le 1<sup>er</sup> juillet de chaque année pour 265.000.000 de marks. Les porteurs d'obligations sorties peuvent demander au lieu du rembour-

Date des souscriptions, des versements (1) et Date de la faculté de versement intégral de la souscription.

| SOUSCRIPTIONS                |                  | Premier versement |     | Deuxième versement |     | Troisième versement |     | Quatrième versement |     | Cinquième versement |     | Date à partir de laquelle le versement intégral était possible |
|------------------------------|------------------|-------------------|-----|--------------------|-----|---------------------|-----|---------------------|-----|---------------------|-----|----------------------------------------------------------------|
| Ouverture                    | Clôture          | Date              | 0/0 | Date               | 0/0 | Date                | 0/0 | Date                | 0/0 | Date                | 0/0 |                                                                |
| 1 <sup>er</sup> em. 10 sept. | 19 sept. 1914    | 5 octobre         | 40  | 26 octob.          | 30  | 25 nov.             | 30  | »                   | »   | »                   | »   | 30 sep. 1914                                                   |
| 2 <sup>e</sup> — 27 fév.     | 19 mars 1915     | 14 avril          | 30  | 30 mai             | 20  | 22 juin             | 20  | 20 juillet          | 15  | 20 août             | 15  | 31 mars 1915                                                   |
| 3 <sup>e</sup> — 4 sept.     | 22 sept. 1915    | 18 octob.         | 30  | 24 nov.            | 20  | 22 déc.             | 25  | 22 janv.            | 25  | »                   | »   | 30 sep. 1915                                                   |
| 4 <sup>e</sup> — 4 mars.     | 22 mars 1916     | 18 avril          | 30  | 24 mai             | 20  | 23 juin             | 25  | 20 juillet          | 25  | »                   | »   | 31 mars 1916                                                   |
| 5 <sup>e</sup> — 4 sept.     | 5 octobre 1916   | 18 octob.         | 30  | 24 nov.            | 20  | 9 janvier           | 25  | 6 février           | 25  | »                   | »   | 30 sep. 1916                                                   |
| 6 <sup>e</sup> — 15 mars     | 15 avril 1917    | 27 avril          | 30  | 24 mai             | 20  | 21 juin             | 25  | 18 juillet          | 25  | »                   | »   | 31 mars 1917                                                   |
| 7 <sup>e</sup> — 19 sept.    | 18 octobre 1917  | 27 octob.         | 30  | 24 nov.            | 20  | 9 janvier           | 25  | 6 février           | 25  | »                   | »   | 29 sep. 1917                                                   |
| 8 <sup>e</sup> — 18 mars     | 18 avril 1918    | 27 avril          | 30  | 24 mai             | 20  | 21 juin             | 25  | 28 juillet          | 25  | »                   | »   | 28 mars 1918                                                   |
| 9 <sup>e</sup> — 23 sept.    | 23 oct. 1918 (2) | 6 novem.          | 30  | 3 décem.           | 20  | 9 janvier           | 25  | 6 février           | 25  | »                   | »   | 30 sep. 1918                                                   |

(1) Le jour indiqué est celui avant lequel chaque versement devait être effectué. — (2) A été prolongée de 15 jours.

sement comptant, des titres de rente 4 1/2 non remboursables avant le 1<sup>er</sup> juillet 1932. On remarque que l'Empire allongeait déjà le délai d'amortissement et prenait des dispositions pour retarder le remboursement dans la mesure où les souscripteurs accepteraient la transformation. Cette tendance s'est accentuée à partir du sixième emprunt.

Les obligations émises du sixième au neuvième emprunt sont caractérisées par leur amortissement combiné avec un système de conversions successives assez compliqué qui a pour but d'éloigner l'échéance moyennant une prime (1).

L'amortissement de ces obligations, qui sont divisées en groupes, devait commencer en janvier 1918, sous forme de tirages, pour se continuer à raison de deux tirages par année (janvier-juillet). Au tirage, il ne devait pas sortir des numéros isolés, mais des groupes entiers. Le remboursement en cas de sortie ne se faisait pas à la valeur nominale, mais à 110 marks pour 100 marks nominaux et dans certains cas même, cette prime devait atteindre 15 et même 20 %. L'Empire pouvait amortir toutes les obligations du Trésor non sorties aux tirages, au plus tôt le 1<sup>er</sup> juillet 1927, et rembourser alors toutes les obligations du Trésor au pair, à moins que les porteurs ne préfèrent, au remboursement, une obligation du Trésor 4 % qui sortira ensuite au tirage par série, comme les anciennes obligations mais à 115 marks pour 100 marks de valeur nominale. Dix ans après cette nouvelle conversion, c'est-à-dire au plus tôt le 1<sup>er</sup> juillet 1937, l'Etat a de nouveau le droit de rembourser, au pair, les obligations non sorties à ce tirage. Et à

---

(1) Rieszer disait du nouveau type de Schatzanweisungen : « Im ganzen dürfte kein zweifel sein, dass bei der ausgestaltung der neuen Reichsschatzanweisungen eine geniale Kombination von Amortisation durch Verlosung mit erheblichem Aufschlag und von Konversion und Umtauschrechten zusammen mit der Möglichkeit einer — dingend Wünschenwerten-Tilgung der bisherigen Kriegsanleihen vorliegt. » (Bank-Archiv 1916, n° 12, p. 222.)



ce moment, le porteur a, de même que précédemment, le choix entre le remboursement au pair, et l'échange contre un Bon du Trésor 3 1/2 % qui sortira au tirage avec une prime de 20 %, c'est-à-dire au prix de 120 marks pour 100 marks nominaux.

L'Etat pouvait user d'un troisième amortissement de ce genre, mais à la date du 1<sup>er</sup> janvier 1967, toutes les obligations seraient remboursées, avec la prime en vigueur, d'après l'usage que l'Etat fera de son droit d'amortissement, c'est-à-dire que si l'Etat n'use pas de son droit d'amortissement, les obligations existantes à cette date seront d'un intérêt de 4 1/2 % et la prime sera de 10 %. Si l'Etat a usé une première fois de son droit, les obligations émises seront à 4 % et la prime de 15 %, etc.....

L'Etat emploiera, chaque année, pour l'amortissement et service des intérêts, 5 % de la valeur nominale du montant souscrit des Obligations du Trésor ; les intérêts des obligations amorties serviront à l'amortissement d'un nombre d'obligations plus considérable.

Le plan d'amortissement n'a pas été publié au moment de l'émission du sixième emprunt, ce qui laissait le Gouvernement libre de fixer le nombre des obligations qui seraient remboursées après chaque année. Le plan que nous donnons, applicable à dix années à partir de 1918, a été fourni par le Dr Schiffer (1), il indique le montant des obligations à amortir par semestre pour chacun des emprunts du sixième au neuvième. (Voir tableau page 312.)

Le total des obligations pour chacun d'eux s'élevait à :

|                          |                           |
|--------------------------|---------------------------|
| 6 <sup>me</sup> emprunt. | 1.856,8 millions de marks |
| 7 <sup>me</sup> —        | 1.420,1 —                 |
| 8 <sup>me</sup> —        | 1.596,1 —                 |
| 9 <sup>me</sup> —        | 1.381,6 —                 |

---

(1) Compte rendu du 13 mars 1919, à l'Assemblée Nationale.

PLAN D'AMORTISSEMENT

| DATES<br>d'amortissement      | VI<br>Emprunt<br>de Guerre | VII<br>Emprunt<br>de Guerre | VIII<br>Emprunt<br>de Guerre | IX<br>Emprunt<br>de Guerre |
|-------------------------------|----------------------------|-----------------------------|------------------------------|----------------------------|
| MILLIONS DE MARKS             |                            |                             |                              |                            |
| 1 <sup>er</sup> juillet 1918. | 4.4                        | »                           | »                            | »                          |
| 2 janvier 1919.               | 4.4                        | 6.6                         | »                            | »                          |
| 1 <sup>er</sup> juillet 1919. | 4.4                        | 3.3                         | 11.0                         | »                          |
| 2 janvier 1920.               | 4.4                        | 3.3                         | 3.3                          | 13.2                       |
| 1 <sup>er</sup> juillet 1920. | 4.4                        | 3.3                         | 4.4                          | 3.3                        |
| 2 janvier 1921.               | 4.4                        | 4.4                         | 4.4                          | 3.3                        |
| 1 <sup>er</sup> juillet 1921. | 5.5                        | 3.3                         | 4.4                          | 3.3                        |
| 2 janvier 1922.               | 4.4                        | 3.3                         | 3.3                          | 3.3                        |
| 1 <sup>er</sup> juillet 1922. | 5.5                        | 4.4                         | 4.4                          | 4.4                        |
| 2 janvier 1923.               | 4.4                        | 3.3                         | 4.4                          | 4.4                        |
| 1 <sup>er</sup> juillet 1923. | 5.5                        | 4.4                         | 4.4                          | 3.3                        |
| 2 janvier 1924.               | 5.5                        | 4.4                         | 4.4                          | 3.3                        |
| 1 <sup>er</sup> juillet 1924. | 5.5                        | 3.3                         | 4.4                          | 4.4                        |
| 2 janvier 1925.               | 5.5                        | 4.4                         | 5.5                          | 4.4                        |
| 1 <sup>er</sup> juillet 1925. | 5.5                        | 4.4                         | 4.4                          | 4.4                        |
| 2 janvier 1926.               | 5.5                        | 4.4                         | 5.5                          | 4.4                        |
| 1 <sup>er</sup> juillet 1926. | 5.5                        | 4.4                         | 4.4                          | 4.4                        |
| 2 janvier 1927.               | 6.6                        | 4.4                         | 5.5                          | 4.4                        |
| 1 <sup>er</sup> juillet 1927. | 5.5                        | 4.4                         | 5.5                          | 4.4                        |
| 2 janvier 1928.               | 6.6                        | 5.5                         | 4.4                          | 4.4                        |
| TOTAUX.....                   | 103.4                      | 79.2                        | 88.0                         | 77.0                       |

III<sup>e</sup>. — Participation aux emprunts  
des différentes catégories d'épargne.

Comparaison des pourcentages en Italie  
et en Allemagne

Le concours au résultat des emprunts des différentes catégories d'épargne ne peut être utilement étudié et comparé qu'en Allemagne et en Italie seulement. En Angleterre il n'a point été fourni de décomposition, soit du montant des titres, soit des souscripteurs d'après leurs souscriptions.

En France, les rapports sur les résultats des deux premiers emprunts 5 % donnent une décomposition des coupures mais effectuée au 1<sup>er</sup> décembre, suivant l'émission de chacun de ces emprunts et ne correspondant qu'à une petite partie de la souscription; on ne peut essayer d'en retirer un résultat probant, et ces chiffres mêmes ne sont pas fournis pour les deux emprunts suivants.

Les grandes lignes du mouvement des diverses catégories d'épargne à l'occasion des emprunts paraissent avoir été semblables en Allemagne et en Italie malgré la différence proportionnelle considérable des chiffres. (Voir tableau page 314.)

Pour l'Italie, l'examen des proportions du total des titres jusqu'à 1.000, jusqu'à 10.000 et ceux de 20.000 lire pour les quatrième et cinquième emprunts en face du total des trois premiers indique la modification survenue au cours des émissions successives.

Pour les trois premiers, le 90 % était entre 100 et 1.000 lire, cette proportion tombe à 80 pour le quatrième et 83,8 pour le cinquième, tandis que la proportion des titres de 1.000 à 10.000 et celle de 20.000 triple.

Au point de vue de la somme souscrite, tandis que les titres de 100 à 1.000, tombent de 34 à 17 et à 16, c'est-à-dire moins de la moitié, ceux de 1.000 à 10.000 passent de 32 à 40 pour retomber à 30, tandis que les titres de 20.000 lire d'environ 1/4 passent au 42 % de la somme totale souscrite.

Si l'on considère la petite épargne, constituée par l'achat d'une seule obligation de 100 lire, d'après l'*Economista* du 10 février 1918, on peut conclure à une chute après le premier emprunt, qui avait absorbé une grande partie des petites disponibilités, suivie d'une lente reprise ensuite, au fur et à mesure que l'épargne se reformait, et sous l'action d'une propagande intense, mais qui ne pouvait avoir d'in-

## EMPRUNTS ITALIENS

*Tableau des pourcentages pour chaque titre de leur montant par rapport au total (1)*

| VALEURS<br>DES<br>TITRES | EMPRUNT<br>janvier<br>1915 |                     | EMPRUNT<br>juillet<br>1915 |                     | EMPRUNT<br>janvier<br>1916 |                     | Total des<br>3 premiers<br>emprunts |                     | EMPRUNT<br>février 1917 |                     | EMPRUNT<br>janvier 1918 |                     |
|--------------------------|----------------------------|---------------------|----------------------------|---------------------|----------------------------|---------------------|-------------------------------------|---------------------|-------------------------|---------------------|-------------------------|---------------------|
|                          | Nombre                     | Sommes<br>apportées | Nombre                     | Sommes<br>apportées | Nombre                     | Sommes<br>apportées | Nombre                              | Sommes<br>apportées | Nombre                  | Sommes<br>apportées | Nombre                  | Sommes<br>apportées |
| 100 Lire.....            | 38.5                       | 3.0                 | 35.9                       | 2.5                 | 40.6                       | 3.3                 |                                     |                     | 31.8                    | 1.7                 | 36.6                    | 1.7                 |
| 200 — .....              | "                          | "                   | "                          | "                   | "                          | "                   | 90.3                                | 34.4                | 12.9                    | 1.4                 | 15.6                    | 1.7                 |
| 500 — .....              | 23.3                       | 9.1                 | 21.2                       | 7.5                 | 23.3                       | 9.1                 |                                     |                     | 15.6                    | 4.2                 | 13.3                    | 3.5                 |
| 1.000 — .....            | 28.5                       | 22.8                | 32.5                       | 23.1                | 28.2                       | 22.9                |                                     |                     | 19.8                    | 10.2                | 18.3                    | 9.5                 |
| 2.000 — .....            | "                          | "                   | "                          | "                   | "                          | "                   | "                                   | "                   | 6.8                     | 7.4                 | 6.4                     | 6.5                 |
| 4.000 — .....            | "                          | "                   | "                          | "                   | "                          | "                   | "                                   | "                   | 5.4                     | 11.7                | "                       | "                   |
| 5.000 — .....            | 5.9                        | 23.5                | 5.6                        | 20.1                | 5.5                        | 22.6                | 8.3                                 | 32.2                | 16.0                    | 40.2                | 41.1                    | 30.7                |
| 10.000 — .....           | 2.4                        | 19.5                | 3.1                        | 22.2                | 2.3                        | 18.5                |                                     |                     | "                       | "                   | "                       | "                   |
| 20.000 — .....           | 1.4                        | 22.1                | 1.7                        | 24.6                | 1.1                        | 23.6                | 1.4                                 | 23.4                | 3.8                     | 21.1                | 4.7                     | 24.2                |
| Total .....              | 100.0                      | 100.0               | 100.0                      | 100.0               | 100.0                      | 100.0               | 100.0                               | 100.0               | 3.9                     | 42.3                | 5.1                     | 52.9                |
|                          |                            |                     |                            |                     |                            |                     |                                     |                     | 100.0                   | 100.0               | 100.0                   | 100.0               |

(1) Les chiffres relatifs aux quatre premiers emprunts ont été calculés par le professeur Aldo Contorno. — Dans la valeur correspondant au deuxième emprunt est comprise la somme souscrite par le consortium.

fluence au delà d'une certaine limite assez rapidement atteinte.

Les chiffres sont les suivants :

|                                                                                        | 1 <sup>er</sup> empr. | 2 <sup>e</sup> empr. | 3 <sup>e</sup> empr. | 4 <sup>e</sup> empr. |
|----------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Souscriptions constituées par l'achat d'une seule obligation de 100 lire nominale..... | 44.000                | 53.000               | 130.000              | 137.000              |
| Pourcentage par rapport au montant des souscriptions.....                              | 33 %                  | 22 %                 | 26 %                 | 28 %                 |

En Allemagne, en examinant à différents moments le mouvement des souscriptions, on en retire les indications suivantes : Les petites souscriptions qui avaient pris une importance croissante jusqu'au quatrième emprunt, sont très ralenties dans leur développement au cinquième, leur activité devient plus grande lors du sixième emprunt mais sans que leur montant présente un accroissement comparable à celui de leur nombre. Après le sixième emprunt leur nombre se maintient à peu près au même niveau mais leur importance pécuniaire décroît; c'est ainsi qu'un contingent de plus en plus important des petites souscriptions était représenté par des apports de 5, 10 et 15 marks (1).

Les souscriptions moyennes offrent peu de variations jusqu'à leur chute brusque au neuvième emprunt, après avoir présenté une dépression aux cinquième, sixième et septième emprunts, suivie d'une reprise au huitième.

Au fur et à mesure de la prolongation des hostilités, ce sont les très grosses souscriptions qui assurent le rendement des emprunts, on constate au septième que seul le nombre des souscripteurs de plus de 500.000 marks a augmenté passant de 1.955 à 2.395, leur apport suivant la même progression est monté de 3.309.900.000 marks au sixième à

(1) Pour le sixième emprunt dans 504 écoles, 27.775 élèves, filles ou garçons souscrivirent 52.291.901 marks.



4.275.400.000 au septième particulièrement en ce qui concerne les souscriptions au-dessus de 1 million de marks, c'est-à-dire celles qui ne peuvent provenir que de banques, de grands industriels, etc.

Une comparaison intéressante est celle du septième et du troisième emprunt dont les montants sont très rapprochés. Avec le huitième et le neuvième, la progression des très grosses souscriptions est encore constante et le cas est particulièrement curieux et montre l'origine des fonds ainsi placés; au neuvième emprunt, alors que la confiance en l'avenir de l'Empire disparaissait, tandis que malgré les exhortations et les promesses du Gouvernement, les petites et moyennes souscriptions tombaient au-dessous des chiffres mêmes du premier emprunt, le montant des apports au-dessus de 1 million de marks atteignait 3.519 millions de marks, au lieu de 2.348 au septième et 3.145 au huitième.

Les mêmes conclusions résultent de l'examen du tableau des pourcentages des souscripteurs et des souscriptions au total des apports; les ressources exceptionnelles de l'épargne qui avaient permis le développement important des premières opérations se sont épuisées peu à peu pour céder la place aux bénéfices exceptionnels résultant de la guerre. Par suite d'une situation particulière et isolée, avec des relations extérieures réduites, une grande partie des millions dépensés en Allemagne pour la conduite de la guerre est allée aux bénéfices démesurément grossis des « profiteurs de la guerre » qui témoignaient leur reconnaissance envers l'Etat en lui apportant les moyens de la continuer dans leur intérêt, encore et surtout aux heures les plus critiques de leur pays.

Selon la vieille formule « la guerre a nourri la guerre »; seuls pouvaient continuer à apporter une large contribution aux souscriptions d'emprunt ceux qui prenaient une part plus active à l'immense distribution des richesses, entraînée par les dépenses de la guerre.

| MONTANT<br>DES SOUSCRIPTIONS | I<br>EMPRUNT | II<br>EMPRUNT | III<br>EMPRUNT | IV<br>EMPRUNT | V<br>EMPRUNT | VI<br>EMPRUNT | VII<br>EMPRUNT | VIII<br>EMPRUNT | IX<br>EMPRUNT |
|------------------------------|--------------|---------------|----------------|---------------|--------------|---------------|----------------|-----------------|---------------|
| Jusqu'à..... 200             | 49.7         | 46.7          | 24.8           | 45.5          | 47.0         | 57.2          | 62.0           | 58.3            |               |
| 300 à..... 500               | 20.5         | 21.6          | 21.4           | 18.3          | 47.8         | 43.7          | 43.3           | 43.7            |               |
| 600 à..... 1,000             | 38.4         | 24.5          | 23.1           | 16.7          | 45.8         | 43.2          | 44.2           | 41.9            |               |
| 1,400 à..... 2,000           |              | 45.5          | 43.3           | 8.8           | 7.9          | 5.8           | 5.0            | 7.2             |               |
| 2,100 à..... 5,000           | 13.4         | 13.4          | 10.6           | 6.5           | 6.4          | 4.6           | 4.4            | 4.5             |               |
| 5,100 à..... 10,000          | 4.8          | 4.8           | 3.7            | 2.1           | 2.4          | 1.9           | 1.7            | 1.7             |               |
| 10,100 à..... 20,000         | 1.6          | 1.7           | 1.3            | 0.79          | 1.06         | 0.73          | 0.81           | 0.83            |               |
| 20,100 à..... 50,000         | 0.98         | 0.98          | 0.82           | 0.57          | 0.74         | 0.57          | 0.63           | 0.66            |               |
| 50,100 à..... 100,000        | 0.30         | 0.28          | 0.25           | 0.17          | 0.25         | 0.19          | 0.23           | 0.25            |               |
| 100,100 à..... 500,000       | 0.47         | 0.46          | 0.17           | 0.11          | 0.20         | 0.17          | 0.17           | 0.45            |               |
| 500,100 à..... 1,000,000     | 0.03         | 0.023         | 0.021          | 0.014         | 0.027        | 0.016         | 0.026          | 0.028           |               |
| Au-dessus de 1,000,000       | 0.017        | 0.012         | 0.013          | 0.018         | 0.021        | 0.001         | 0.019          | 0.016           |               |

2<sup>o</sup> Pourcentage des souscriptions.

| MONTANT<br>DES SOUSCRIPTIONS | I<br>EMPRUNT | II<br>EMPRUNT | III<br>EMPRUNT | IV<br>EMPRUNT | V<br>EMPRUNT | VI<br>EMPRUNT | VII<br>EMPRUNT | VIII<br>EMPRUNT | IX<br>EMPRUNT |
|------------------------------|--------------|---------------|----------------|---------------|--------------|---------------|----------------|-----------------|---------------|
| Jusqu'à..... 200             | 0.80         | 0.78          | 1.07           | 1.8           | 1.4          | 2.3           | 1.6            | 1.7             | 1.07          |
| 300 à..... 500               | 2.4          | 2.8           | 3.04           | 3.7           | 2.7          | 3.4           | 2.3            | 2.5             | 1.05          |
| 600 à..... 1,000             | 13.1         | 6.6           | 6.9            | 7.4           | 5.1          | 6.2           | 4.2            | 4.8             | 2.8           |
| 1,100 à..... 2,000           |              | 8.09          | 7.6            | 7.3           | 4.8          | 5.4           | 3.7            | 4.0             | 2.6           |
| 2,100 à..... 5,000           | 12.9         | 14.9          | 12.9           | 11.5          | 8.5          | 9.0           | 6.9            | 7.6             | 4.9           |
| 5,100 à..... 10,000          | 10.08        | 11.6          | 9.9            | 8.4           | 7.2          | 7.7           | 6.5            | 6.9             | 4.7           |
| 10,100 à..... 20,000         | 6.8          | 8.2           | 7.09           | 6.1           | 6.1          | 6.2           | 5.5            | 5.9             | 4.5           |
| 20,100 à..... 50,000         | 9.01         | 10.2          | 9.6            | 9.1           | 9.2          | 9.9           | 9.5            | 9.6             | 7.8           |
| 50,100 à..... 100,000        | 7.06         | 7.1           | 7.2            | 6.8           | 7.6          | 8.1           | 8.2            | 8.2             | 7.5           |
| 100,100 à..... 500,000       | 41.4         | 41.7          | 44.5           | 44.1          | 46.05        | 46.1          | 46.7           | 46.6            | 48.1          |
| 500,100 à..... 1,000,000     | 6.4          | 4.8           | 5.7            | 5.9           | 8.0          | 7.3           | 9              | 8.5             | 10.2          |
| Au-dessus de 1,000,000       | 19.4         | 12.8          | 14.2           | 16.9          | 22.9         | 17.8          | 25.2           | 23.1            | 33.7          |

**EMPRUNTS ALLEMANDS. — 1<sup>o</sup> Nombre de souscripteurs.**

| MONTANT<br>DES SOUSCRIPTIONS | I<br>EMPRUNT | II<br>EMPRUNT | III<br>EMPRUNT | IV<br>EMPRUNT | V<br>EMPRUNT | VI<br>EMPRUNT | VII<br>EMPRUNT | VIII<br>EMPRUNT | IX<br>EMPRUNT |
|------------------------------|--------------|---------------|----------------|---------------|--------------|---------------|----------------|-----------------|---------------|
| Jusqu'à 200                  | 231.412      | 452.113       | 984.358        | 2.406.118     | 4.794.084    | 4.044.593     | 3.233.472      | 3.801.571       |               |
| 300 à 500                    | 241.804      | 581.470       | 858.259        | 967.929       | 681.027      | 1.410.728     | 693.729        | 891.945         |               |
| 600 à 1.000                  | 453.143      | 680.776       | 918.595        | 885.941       | 605.494      | 920.284       | 586.623        | 778.675         |               |
| 1.400 à 2.000                | 157.591      | 418.861       | 530.176        | 468.724       | 301.863      | 415.198       | 264.871        | 491.293         |               |
| 5.100 à 10.100               | 56.438       | 361.459       | 422.626        | 347.725       | 245.873      | 326.161       | 233.542        | 297.142         |               |
| 20.100 à 30.100              | 49.313       | 130.903       | 147.923        | 113.927       | 93.489       | 126.069       | 100.781        | 122.277         |               |
| 50.100 à 100.000             | 11.584       | 46.105        | 53.445         | 45.158        | 40.571       | 51.798        | 42.732         | 54.172          |               |
| 100.100 à 500.000            | 3.629        | 26.407        | 32.810         | 30.361        | 28.500       | 40.596        | 33.914         | 43.338          |               |
| 500.100 à 1.000.000          | 2.050        | 7.742         | 10.090         | 9.100         | 9.100        | 13.596        | 12.469         | 16.521          |               |
| Au-dessus de 1.000.000       | 361          | 4.361         | 7.074          | 6.308         | 7.870        | 12.369        | 9.145          | 10.353          |               |
|                              | 210          | 538           | 832            | 780           | 1.032        | 1.185         | 1.363          | 1.885           |               |
|                              |              | 315           | 530            | 574           | 735          | 770           | 1.032          | 1.106           |               |
| TOTAUX.....                  | 1.477.235    | 2.691.060     | 3.966.418      | 5.279.645     | 3.809.976    | 7.063.347     | 5.213.373      | 6.510.278       | 2.742.466     |

**2<sup>o</sup> Montant des souscriptions (en millions de marks)**

| MONTANT<br>DES SOUSCRIPTIONS | I<br>EMPRUNT | II<br>EMPRUNT | III<br>EMPRUNT | IV<br>EMPRUNT | V<br>EMPRUNT | VI<br>EMPRUNT | VII<br>EMPRUNT | VIII<br>EMPRUNT | IX<br>EMPRUNT |
|------------------------------|--------------|---------------|----------------|---------------|--------------|---------------|----------------|-----------------|---------------|
| Jusqu'à 200                  | 36           | 71            | 130            | 201           | 154          | 304           | 208            | 262             | 112           |
| 300 à 500                    | 111          | 254           | 369            | 407           | 293          | 458           | 295            | 379             | 163           |
| 600 à 1.000                  | 587          | 604           | 794            | 794           | 552          | 824           | 531            | 710             | 301           |
| 1.400 à 2.000                | 579          | 733           | 928            | 792           | 520          | 714           | 461            | 603             | 274           |
| 5.100 à 10.100               | 450          | 1.354         | 1.563          | 1.247         | 911          | 1.189         | 867            | 1.129           | 519           |
| 20.100 à 30.100              | 307          | 1.057         | 1.202          | 907           | 768          | 1.018         | 818            | 1.019           | 496           |
| 50.100 à 100.000             | 307          | 745           | 858            | 666           | 651          | 816           | 697            | 875             | 477           |
| 100.100 à 500.000            | 440          | 926           | 1.167          | 980           | 982          | 1.301         | 1.189          | 1.428           | 816           |
| 500.100 à 1.000.000          | 315          | 648           | 850            | 734           | 810          | 1.065         | 1.024          | 1.212           | 789           |
| Au-dessus de 1.000.000       | 509          | 1.066         | 1.766          | 1.531         | 1.710        | 2.092         | 2.456          | 2.456           | 1.896         |
|                              | 287          | 440           | 695            | 641           | 853          | 963           | 1.130          | 1.268           | 1.071         |
|                              | 869          | 1.162         | 1.729          | 1.812         | 2.448        | 2.348         | 3.146          | 3.455           | 3.519         |
| TOTAUX.....                  | 4.460        | 9.080         | 12.401         | 10.712        | 10.652       | 13.122        | 12.458         | 14.766          | 10.433        |

## CHAPITRE VII

### L'EMPRUNT

#### SOUS FORME DE PAPIER MONNAIE

#### ET DE BILLETS DE BANQUE

---

L'émission de billets, effectuée dans tous les pays belligérants, répondait à plusieurs buts; dans la crise du début des hostilités le Gouvernement a pu y faire appel pour suppléer à la rareté de la monnaie et venir en aide au commerce. Ensuite, par le jeu des petites coupures, on a fait rentrer le maximum d'or en vue de renforcer les encaisses métalliques des établissements d'émission, enfin et surtout tous les pays, y compris l'Angleterre qui s'en est défendue, s'en sont servi pour financer directement les dépenses de la guerre. C'est ce dernier point qui fera l'objet du présent chapitre.

#### I. — Les émissions d'Etat.

L'émission directe par l'Etat de signes monétaires sans autre limite que celle que peut imposer la sagesse des membres du Gouvernement a été souvent critiquée; les exemples laissés par l'histoire, montrent combien cette forme d'appel au crédit est dangereuse. C'est pour cette raison que l'on y a à peu près renoncé aujourd'hui. Les émissions d'Etat ont cependant été pratiquées, avec des modalités diverses, d'ailleurs, en Angleterre, en Italie et en Allemagne.

**Les Currency notes en Angleterre ; détournement de leur but.**

Le «Bank Charter Act» de 1844, avait divisé la banque d'Angleterre en deux parties : département d'émission et département des opérations de banques ; la banque ne peut procéder à l'émission des billets hors les sommes prévues par Robert Peel, comme contre-partie d'une dette du Gouvernement envers la banque de 11 millions de liv. st., d'autres titres pour 3 millions et pour  $\frac{2}{3}$  des émissions des anciennes banques, à mesure de leur suppression, que contre un dépôt d'or équivalent à l'« Issue département ». A la différence du système français, aucune relation n'existe entre l'émission des billets et le montant des avances et escomptes. Cette organisation a été la cause qui devait faire recourir le Gouvernement anglais à une émission de papier d'Etat ; en effet, dans un moment de crise, tandis que l'on doit recourir plus que jamais à la Banque Centrale, celle-ci ne peut point donner satisfaction aux demandes qui lui sont adressées.

Lors de la déclaration de guerre, le 29 juillet 1914, la banque ne disposait pour faire face aux besoins de la situation que de 25 millions de liv. st., et le samedi 1<sup>er</sup> août on en avait déjà retiré pour 9.400.000 liv. st. Lorsque la banque eut ainsi sorti de sa caisse environ 19 millions de liv. st. elle fit savoir au Gouvernement qu'elle allait être obligée de mettre un terme aux facilités qu'elle accordait à moins de dépasser le montant des émissions autorisées par l'Act de 1844.

C'est alors que le Gouvernement\* s'est décidé à émettre lui-même des billets appelés « Currency notes ».

Cette mesure a été nécessitée par le besoin de remplacer la monnaie qui faisait défaut et de remédier aux difficultés nées de la crise financière ; ces billets devaient être exclusi-



vement prêtés aux banquiers pour faire face aux retraits des déposants et pour protéger la réserve de la Banque d'Angleterre.

Les adversaires de l'Angleterre n'ont pas manqué, dès le début, de lui adresser le reproche, injustifié à cette époque, de s'être créé de cette manière des fonds pour la conduite des opérations militaires; malheureusement dans la suite les Currency notes ont été détournés de leur but initial au profit de fins qu'on leur reprochait d'avoir servies dans une mesure importante.

Les Currency notes ont été mises dans la circulation par l'intermédiaire des banques dans les conditions fixées par le Currency Bank notes Act. de 1914, aux termes duquel, elles étaient délivrées par la banque d'Angleterre, aux banquiers, jusqu'à concurrence d'un maximum de 20 % de leurs dépôts en compte courant: leur montant était considéré comme une avance faite à la banque par le Trésor et portant intérêt au taux courant de la banque. Il est hors de doute que la création des Currency notes a été un des faits financiers le plus sérieux pour l'Angleterre, si on en juge par la rapidité de leur progression.

|                                    | 1914<br>31 décembre | 1915<br>31 décembre | 1916<br>31 décembre | 1917<br>31 décembre | 1918<br>31 décembre |
|------------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| En millions de Livres Sterling     |                     |                     |                     |                     |                     |
| Currency Notes en circulation..... | 38.5                | 103.1               | 150.1               | 212.8               | 323.2               |
| Currency Notes en réserve.....     | »                   | 0.7                 | 3.4                 | 8.5                 | 15.5                |
| Couverture or.....                 | 18.5                | 28.5                | 28.5                | 28.5                | 28.5                |
| Couverture en titres d'Etat.....   | 9.9                 | 54.6                | 118.1               | 186.6               | 305.1               |
| Garantie dans diverses Banques.    | 0.8                 | 0.2                 | 0.1                 | 0.7                 | 0.5                 |
| Garantie de la Banque d'Angleterre | 9.3                 | 20.5                | 6.8                 | 5.5                 | 4.6                 |

En face de ces chiffres, comme le fait remarquer un auteur particulièrement autorisé, M. G. Lachapelle (1), les emprunts de billets contractés par les banques étaient tombés en 1917 à 39.000 liv. st.; à quoi donc a servi le surplus, c'est-à-dire la presque totalité, sinon à payer les dettes de l'Etat ?

Les Currency notes sont remboursables théoriquement en or, mais elles sont en fait inconvertibles, ce qui diminue de beaucoup le mérite de l'Angleterre, de n'avoir point décrété le cours forcé. Il eût été, certes, plus simple de modifier l'Act de 1844 et d'autoriser la Banque d'Angleterre, à procéder elle-même à ses émissions, mais les Anglais sont traditionnalistes, et même après l'expérience de la guerre, la commission, présidée par lord Cunliffe, nommée pour étudier le problème de la circulation et proposer les modifications nécessaires, le 15 août 1918 a déclaré en fin de compte que l'ancien système était encore le meilleur; ses conclusions sont d'ailleurs assez obscures, et la liquidation des Currency notes, maintenant que la guerre est achevée, sera difficile et constitue une lourde charge pour le Gouvernement anglais. Dans sa campagne en faveur de l'impôt, l'*Economist* (1<sup>er</sup> septembre 1917) considérait que l'émission d'Etat était « un moyen détourné pour imposer la restriction des consommations en fabriquant des billets destinés à l'achat des biens et services nécessités par la guerre ». Ce résultat était obtenu par l'émission des Currency notes dans une proportion beaucoup plus considérable qu'il n'était nécessaire pour remplacer l'or retiré de la circulation.

#### **Les billets d'Etat en Italie.**

L'on trouve également en Italie, une circulation de billets d'Etat assez importante, dont une partie existait avant la

---

(1) *Op. cit.*, page 282.

guerre. Le maximum autorisé avait été fixé par l'article 3 de la loi du 29 décembre 1910, à 500 millions de lire, dont 32,2 représentaient les billets émis à la place du stock de monnaie d'argent attribué à l'Italie, par la convention monétaire de 1908.

Le Gouvernement, à l'ouverture de la guerre, avait le choix entre l'augmentation de cette émission et le recours aux banques d'émission; il usa des deux moyens, mais avec une réserve prudente du premier, dans la crainte d'affaiblir plus rapidement son crédit, le jugeant avec raison inférieur à celui des banques, car rien ne s'use plus facilement que le crédit de l'Etat, quand il se constitue son propre banquier.

La loi du 9 juillet 1914 avait reculé la limite de l'émission à 525 millions de lire, mais avec une augmentation de l'encaisse or de 25 millions correspondante.

| 700 à 1000 millions de lire. — Décret du 23 mai 1915 |   |   |                 |
|------------------------------------------------------|---|---|-----------------|
| 1000 à 1100                                          | — | — | 17 octobre —    |
| 1100 à 1200                                          | — | — | 21 mai 1916     |
| 1200 à 1350                                          | — | — | 10 août —       |
| 1350 à 1500                                          | — | — | 24 décemb. —    |
| 1500 à 1700                                          | — | — | 8 juillet 1917  |
| 1700 à 1900                                          | — | — | 11 novemb. —    |
| 1900 à 2100                                          | — | — | 28 février 1918 |
| 2100 à 2200                                          | — | — | 14 novemb. —    |

et le montant en circulation s'élevait à :

| Dates                       | Montant | Couverture or |
|-----------------------------|---------|---------------|
| <i>En millions de lire.</i> |         |               |
| 31 décembre 1913...         | 499.1   | 117.2         |
| 20 juillet 1914.....        | 499.1   | 132.0         |
| 31 décembre 1914...         | 657.2   | 156.3         |
| 31 — 1915...                | 1082.1  | 154.5         |
| 31 — 1916...                | 1317.3  | 167.7         |
| 31 — 1917...                | 1748.8  | 166.7         |
| 31 — 1918...                | 2124.1  | 164.0         |

Un décret du 24 juin 1915, décidait que l'or constituant

la couverture pourrait être remplacé partiellement par des certificats représentant l'or transféré, soit à l'étranger, soit près les banques d'émission, ou contre des Bons du Trésor étrangers payables en or. L'encaisse déposée, à la Caisse des dépôts et prêts, fut ainsi modifiée dans sa composition.

| 30 JUIN 1914                       |             | 31 DÉCEMBRE 1919                   |             |
|------------------------------------|-------------|------------------------------------|-------------|
|                                    | Lire        |                                    | Lire        |
| Or .....                           | 118.745.550 | Certificats de dépôt d'or .....    | 158.745.550 |
| Or déposé par la Banque de Naples. | 13.299.065  | Or déposé par la Banque de Naples. | 4.309.255   |
| TOTAL .....                        | 132.044.615 | TOTAL .....                        | 163.054.805 |

D'après M. Bonaldò Stringher (1). « L'encaisse de garantie aurait dû s'augmenter dans son fonds métallique des bénéfices que le Trésor aurait retiré de l'emploi d'une partie des billets fournis par les trois banques d'émission. » Les budgets définitifs les évaluaient ainsi :

| Exercices     | Fournitures pour la Caisse des Dépôts et prêts | Fournitures pour avances diverses | Total  |
|---------------|------------------------------------------------|-----------------------------------|--------|
|               | <i>En millions de lire</i>                     |                                   |        |
| 1914-1915 ... | 918                                            | 168                               | 1.086  |
| 1915-1916 ... | 5.489                                          | 4.100                             | 9.589  |
| 1916-1917 ... | 5.585                                          | 3.025                             | 8.610  |
| 1917-1918 ... | 5.587                                          | 3.055                             | 8.642  |
| TOTAUX ...    | 17.579                                         | 10.348                            | 27.927 |

Du total, il faut retrancher le 0,15 % dû par le Trésor aux banques d'émission sur les fournitures de billets pendant cette période, soit 3.235.000 lire.

Les Bons de Caisse italiens ne doivent point être considérés comme papier monnaie, étant simplement représen-

(1) *La Circulation fiduciaire et le marché monétaire en Italie, 1920.* Società editrice, Romana.

tatifs des monnaies divisionnaires d'argent immobilisés dans les Caisses de la Trésorerie afin d'arrêter, soit l'exode, soit la thésaurisation de ces monnaies.

### **Les Reichskassenscheinen en Allemagne.**

Sur les émissions d'Etat, il reste seulement quelques mots à dire des bons de caisse impériaux (Reichskassenscheinen). Leur montant n'a jamais eu une grande importance mais leur caractéristique a été plutôt de figurer dans les préparatifs financiers de la guerre. Il en avait été émis pour 120 millions de marks en 1874, et c'est en 1913, en application de la loi du 3 juillet, que l'émission de 120 autres millions fut décidée; elle devait servir à la constitution d'un nouveau Trésor de guerre de 120 millions or. Ce qu'il y a d'intéressant, c'est que les Reichskassenscheinen pouvaient figurer dans l'encaisse de la Reichsbank, au même titre que les espèces métalliques, de là, le résultat suivant: A l'ouverture des hostilités, la couverture or de ces billets ayant été transférée à la Banque d'Empire, conformément à la loi bancaire allemande, celle-ci put gager le triple de ses billets à la fois sur les 120 millions de Reichskassenscheinen et sur les 120 millions or de leur couverture. Sans dépasser le montant fixé par la règle du  $\frac{1}{3}$ , elle pouvait émettre 900 millions de nouveaux billets. C'était une des applications de la méthode consistant à gager des émissions de papier sur du papier qui lui-même n'était garanti par rien.

Robert Liefman estimait qu'une couverture métallique n'était point nécessaire aux bons de caisse impériaux étant donné leur quantité peu importante et la certitude du public que l'Etat ne l'augmenterait point, mais il croyait que c'était une faute de les avoir assimilés à des espèces métalliques.



La circulation des Reichskassenscheinen a été la suivante durant la guerre :

|                       |                       |
|-----------------------|-----------------------|
| 31 décembre 1913..... | 240 millions de marks |
| 23 juillet 1914.....  | 240 — —               |
| 31 décembre 1915..... | 360 (1) — —           |
| — — 1916.....         | 360 — —               |
| — — 1917.....         | 350 — —               |
| 30 novembre 1918..... | 358 — —               |

(1) La loi du 22 mars 1915 avait autorisé une nouvelle émission de 120 millions de marks.

## II. — Les Emissions de billets de Banque.

### Modalités et mouvements des avances de la Banque de France.

Nous ne retracerons point la préparation avant la guerre de la Banque de France au rôle capital qu'elle devait jouer et dont l'honneur revient aux financiers qui dirigeaient ses destinées; leur influence durant les hostilités n'a pas été moins utile, ils ont maintenu la tradition et apporté au Gouvernement le concours qui lui était nécessaire.

Une convention de 1911 portait à 2 milliards 900 millions de francs l'avance consentie à l'Etat en cas de mobilisation générale, avance qui devait être gagée sur des Bons du Trésor; la même convention portait à 100 millions les avances de la Banque d'Algérie. Parallèlement on reculait la limite d'émission jusqu'à 6 milliards 800 millions (1). Avant que le maximum des avances fût atteint, une nouvelle convention du 21 septembre 1914 signée à Bordeaux, le portait à 6 milliards, à intérêt de 1 % pendant toute la durée des hostilités et l'année suivante. La Banque aurait

---

(1) La loi décrétant le cours forcé élevait le maximum de l'émission à 12 milliards et décidait que cette limite pourrait être dépassée par décret rendu en Conseil d'Etat sur proposition du Ministre des finances.

voulu que l'on fixa dès ce moment un délai de remboursement mais le Gouvernement n'y consentit point, ainsi que le disait M. Ribot : « Un engagement précis qu'il n'était pas en notre pouvoir de prendre et que les Chambres elles-mêmes ne sauraient prendre aujourd'hui. » On se borna à une formule assez vague : « L'Etat remboursera la dette envers la Banque sur ses premières ressources. » On y ajouta une bonne mesure, la constitution d'un fonds d'amortissement en portant à 3 % le taux d'intérêt des avances, l'année suivant la fin des hostilités. La différence de 2 % constituerait le fonds de réserve sur lequel seraient prélevées les sommes destinées à l'amortissement, et en outre, au montant des atténuations à appliquer aux risques résultant de l'immobilisation du portefeuille commercial par la prorogation des échéances.

Les mêmes conditions dérivait des conventions ultérieures, passées les 4 mai 1915, 13 février et 2 octobre 1917, 4 avril et 5 juin 1918. Avec les conventions des 13 février et 22 avril 1919 l'intérêt fut réduit à 0,75 % et les avances consenties en vertu de ce dernier accord étaient provisoires et devaient être remboursées sur le produit du plus prochain emprunt. Après ce remboursement, le maximum autorisé devait être ramené au chiffre fixé par la convention du 13 février 1919.

D'un autre côté, la convention du 2 octobre 1917, approuvée par la loi du 20 décembre 1918, avait affecté au fonds d'amortissement le prélèvement de 50 % à opérer sur le produit des avances, et de 85 % sur le produit de l'escompte des Bons du Trésor français aux Gouvernements étrangers ; en outre une dotation de 200 millions était allouée au compte d'amortissement. Ces dispositions tenaient lieu pour la banque de la contribution sur les bénéfices de guerre.

Un avenant du 11 mars 1918, prévoyait l'ouverture d'un compte annexe pour l'intérêt bonifié par la banque sur le

montant du compte d'amortissement, en attendant la date de la liquidation.

Pendant l'année qui vient de s'écouler, le Gouvernement s'est trouvé par deux fois dans l'impossibilité de remplir ses engagements envers la Banque ; les 3 milliards mis à sa disposition par la convention du 24 avril 1919 n'ont point été remboursés bien que deux fois depuis, l'Etat ait procédé à l'émission d'emprunts. La Banque s'en est plaint vivement ainsi qu'il ressort du rapport de son Gouverneur pour l'année 1920 : « Votre conseil a donc été amené à la date du 14 avril dernier, non sans élever la plus énergique protestation, à proroger jusqu'au plus prochain emprunt et au plus tard jusqu'au 31 décembre 1920, le délai précédemment fixé pour le remboursement extinctif. A cette nouvelle échéance, les charges exceptionnellement lourdes de la Trésorerie ont placé l'Etat et la Banque en face des mêmes nécessités. Le 29 décembre dernier, votre conseil a dû donner son approbation à une nouvelle convention de prorogation. »

TABLEAU DES AVANCES EFFECTUÉES A L'ÉTAT  
ET POUR LE COMPTE DE L'ÉTAT. (1)

| DATES        | MONTANT<br>DES AVANCES<br>DIRECTES | AVANCES PRO-<br>VENANT DE<br>L'ESCOMPTE DE<br>BONS DU TRÉ-<br>SOR A L'ÉTRAN-<br>GER | REMBOURSE-<br>MENTS EFFEC-<br>TUÉS DURANT<br>LA PÉRIODE<br>ENVISAGÉE | COMPTE<br>DE RÉSERVE<br>SPÉCIAL |
|--------------|------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|---------------------------------|
|              | En millions de francs              |                                                                                     |                                                                      | en francs                       |
| 24 déc. 1914 | 3.900                              | »                                                                                   | »                                                                    | »                               |
| 24 — 1915    | 5.000                              | 630                                                                                 | 2.400                                                                | »                               |
| 23 — 1916    | 7.400                              | 1.730                                                                               | 2.200                                                                | »                               |
| 22 — 1917    | 12.500                             | 3.215                                                                               | »                                                                    | »                               |
| 24 — 1918    | 17.150                             | 3.526                                                                               | »                                                                    | 437.414                         |
| 24 — 1919    | 25.500                             | 3.755                                                                               | 2.700                                                                | 702 933                         |
| 23 — 1920    | 26.600                             | 3.980                                                                               | 2.700                                                                | 1.031.884 (2)                   |

(Voir notes du tableau page 329.)

**Avances des Banques d'émission italiennes.  
Fournitures de billets.**

Le système d'avances des Banques d'émission italiennes est analogue au mode français; trois banques y concourent: les Banques d'Italie, de Naples et de Sicile.

Les avances pour le compte de l'Etat se différencient d'après l'emploi auquel elles sont destinées, selon qu'elles sont consenties pour les besoins généraux du Trésor ou pour des fins spéciales, ne nécessitant qu'un crédit à très court terme; c'est à cette dernière destination que répondent les simples fournitures de billets bien moins importantes que les autres formes d'avances et destinées à un remboursement rapide, automatique en quelque sorte.

Les fournitures de billets eurent lieu d'abord en vue de parer à la crise du marché financier, au début de la guerre, en créant des disponibilités à la Caisse des Dépôts et prêts et aux Caisses d'épargne. Plus tard, les fournitures permirent à l'Etat de procéder aux achats du ravitaillement et lui donnèrent les avances nécessaires à la réquisition des céréales. « La circulation, dit M. B. Stringher, représentée par de simples fournitures de billets, si l'affectation qu'on

---

(1) Ne sont pas compris dans les chiffres les avances statutaires gratuites s'élevant à 200 millions en vertu des conventions de 1857-1878-1896 et 11 novembre 1911 et remboursables à expiration du privilège d'émission.

(2) Le compte d'amortissement a atteint, le 27 octobre 1920, le montant des risques qu'il est appelé à couvrir et l'excédent doit être affecté à l'amortissement de la dette de l'Etat et être inscrit au compte de réserve spécial. Ce compte atteignait au 24 décembre 1920 : 112.511.583 francs.

NOTA. — Au 30 avril 1919, les avances de la Banque d'Algérie s'élevaient à 295 millions. Le maximum des avances autorisées pour la Banque de France a été porté par les conventions des 4 mai 1915, 13 février et 2 octobre 1917 successivement à 9-12 et 15 milliards, et ensuite à 18-21 et 24 milliards par les conventions des 5 avril 1918, 5 juin 1918 et 13 février 1919.

La limite d'émission a été en même temps élevée par les décrets des 11 mai 1915, 15 mars 1916, 15 février et 10 septembre 1917, 5 septembre 1918 et 25 février 1919, successivement à 15, 18, 21, 24, 30, 33, et 36 milliards.

lui a légitimement donnée à l'origine n'est pas méconnue, devrait rentrer tout naturellement, après avoir rempli son rôle, ou si l'on aime mieux, après avoir servi de pont provisoire entre l'Etat qui a avancé les fonds et les citoyens auxquels les produits sont destinés et qui doivent en acquitter le prix. »

Une émission qui a eu un caractère exceptionnel est celle destinée à retirer de la circulation les coupures de la « Cassa veneta dei prestiti » créée par l'ennemi dans les provinces occupées, et à échanger les monnaies autrichiennes ayant cours dans ces régions.

Les avances pour le retrait des billets de la Cassa Veneta doivent être remboursées sur les « réparations spéciales » en couverture de la dette en papier-monnaie laissée par l'ennemi. A défaut de ces réparations, l'Etat devra pourvoir au remboursement par les mêmes moyens et au même titre que les avances fournies pour les dépenses de guerre.

En ce qui concerne le retrait des couronnes autrichiennes, l'opération ayant été faite au cours du marché, il y a simplement substitution, et non augmentation de la dette de guerre.

Des considérations ci-dessus ressortent la délimitation des différentes dettes contractées par l'Italie vis-à-vis des Banques d'émission, et par conséquent des charges qui pèsent sur le Trésor.

Pour les trois Banques d'émission, la circulation pour le compte de l'Etat, se divise comme il est indiqué au tableau suivant, relativement aux différentes destinations, au 31 décembre 1919. (Voir tableau page 331.)

Seules, affirment les auteurs italiens, les avances statutaires et extraordinaires intéressent la dette (1), encore que

---

(1) En réalité les fournitures sont des avances au même titre que celles destinées directement à fournir les subsides nécessaires à la guerre. Elles sont temporaires mais font partie de la dette tant qu'elles ne sont point remboursées. Cette division a pour but de diminuer en apparence le montant des emprunts de l'Etat aux Banques d'émission.



|                                                               |                                      |             |         |          |
|---------------------------------------------------------------|--------------------------------------|-------------|---------|----------|
| I. Avances au Trésor...                                       | Statutaires .....                    | 485.0       |         |          |
|                                                               | Extraordinaires .....                | 5.850.0 (1) | 6.335.0 |          |
| II. Fourniture de billets                                     | Caisse des Dépôts et prêts           | 700.0       |         | »        |
|                                                               | Ravitaillement (2)                   | 2 463.7     |         |          |
|                                                               | Diverses.....                        | 429.0       | 2.892.7 | 3.592.7  |
| III. Emission pour le retrait de la devise autrichienne ..... | Coupures de la « Cassa Veneta »..... | 40.1        |         |          |
|                                                               | Change de couronnes....              | 661.9       |         | 702.0    |
|                                                               | TOTAL.....                           |             |         | 10.629.7 |

(1) Dépenses définitives résultant des besoins directs de la guerre.

(2) Les remboursements opérés au Trésor par les consortiums provinciaux du ravitaillement de l'Italie du Nord et du Centre, en paiement des denrées cédées par le Ministre du Ravitaillement, anciennement Commissariat général, se sont élevés à 806 millions en 1917, 1.200 en 1918 et 1.755 en 1919.

les autres soient susceptibles d'y rentrer si les prévisions ne se réalisaient point.

Les avances ordinaires ou statutaires étaient limitées avant la guerre, pour l'ensemble des trois Banques, à 115 millions de lire, par la loi du 29 décembre 1912 ; cette limite devait être élevée à 485 millions, par décret du 19 septembre 1914 (Loi du 30 avril 1916.)

Les avances extraordinaires, en vue de faire face directement aux nécessités de la guerre, ont été créées en vertu du décret du 27 juin 1915. Les billets émis étaient couverts par des Bons du Trésor remis aux Banques et rapportant 0,25 % l'an. Aucune couverture métallique ou commerciale n'était exigée comme garantie de ces billets, tandis qu'une réglementation spéciale continuait à déterminer celle relative à la circulation pour le compte du commerce.

Le maximum des avances extraordinaires fut modifié successivement comme suit et porté à :

|                       |                        |
|-----------------------|------------------------|
| 200 millions de Lire. | Décret du 27 juin 1915 |
| 400 — — — —           | 23 décembre 1915       |
| 800 — — — —           | 4 janvier 1917         |
| 1300 — — — —          | 26 juillet 1917        |

|                        |           |                  |
|------------------------|-----------|------------------|
| 1800 millions de Lire. | Décret du | 9 septembre 1917 |
| 2500 — — —             | —         | 4 novembre 1917  |
| 3300 — — —             | —         | 9 décembre 1917  |
| 4050 — — —             | —         | 9 mai 1918       |
| 4850 (1) — — —         | —         | 28 juin 1918     |

(1) Banque d'Italie 3.600 millions de lire.

Banque de Naples 954.

Banque de Sicile 296.

Au début de la guerre, l'émission a été prudente et l'Italie n'a point cherché dans ce moyen des ressources faciles et abondantes. Privée de matières premières et de denrées, obligée d'acheter à l'étranger, elle n'aurait pu exagérer l'émission sans courir de sérieux dangers. En 1917, dans un moment grave, le Gouvernement a abandonné la réserve jusqu'alors imposée. Dans un discours précédemment cité, M. Nitti expliquait comment dans des circonstances si difficiles, il n'avait pas hésité à recourir aux Banques d'émission jusqu'à ce que, la situation rétablie, il fût en mesure de procéder à un emprunt sans courir à un échec devant la nation. (Voir tableau page 333.)

#### Les Ways and Means et les Deficiency advances

Une modification provisoire de l'Act de 1844, charte de la Banque d'Angleterre, a été réalisée par le « Bank notes act » du 6 août 1914. Moyennant l'autorisation de la Trésorerie, la Banque pouvait émettre des billets en prenant des titres pour contre-partie. Concurrément avec l'accroissement de la circulation des billets d'Etat, la Banque d'Angleterre a ainsi procuré aux banques le moyen d'avancer des ressources au Gouvernement par la souscription aux emprunts, notamment en Bons du Trésor. Si les billets, selon ce mode, ne prenaient pas directement le chemin du Trésor, le résultat, dû au développement du crédit, était le même. Le total

RELEVÉ DE LA CIRCULATION DE CHACUNE DES TROIS BANQUES D'ÉMISSION ITALIENNES  
POUR LE COMPTE DE L'ÉTAT

— 333 —

| DATES        | BANQUE D'ITALIE       |                  |                                |          | BANQUE DE NAPLES      |                  |                                |          | BANQUE DE SICILE      |                  |                                |          | TOTAL<br>GÉNÉRAL<br>(millions et<br>centaines<br>de mille<br>lire) |
|--------------|-----------------------|------------------|--------------------------------|----------|-----------------------|------------------|--------------------------------|----------|-----------------------|------------------|--------------------------------|----------|--------------------------------------------------------------------|
|              | BILLETS               |                  |                                |          | BILLETS               |                  |                                |          | BILLETS               |                  |                                |          |                                                                    |
|              | pour compte de l'Etat |                  |                                |          | pour compte de l'Etat |                  |                                |          | pour compte de l'Etat |                  |                                |          |                                                                    |
|              | Avances               | Fournitures      | TOTAL                          |          | Avances               | Fournitures      | TOTAL                          |          | Avances               | Fournitures      | TOTAL                          |          |                                                                    |
|              | Ordinaires            | Extra-ordinaires | Cais, des dé-<br>pôts et prêts | Diverses | Ordinaires            | Extra-ordinaires | Cais, des dé-<br>pôts et prêts | Diverses | Ordinaires            | Extra-ordinaires | Cais, des dé-<br>pôts et prêts | Diverses |                                                                    |
| 1914 Août    | 31. 70.0              | »                | »                              | 17.0     | 20.0                  | »                | »                              | 2.8      | 40.0                  | »                | »                              | 13.2     | 23.2                                                               |
| Décembre     | 31. 230.0             | »                | 270.5                          | 18.3     | 60.0                  | »                | 104.0                          | 6.4      | 20.0                  | »                | 25.5                           | 0.1      | 46.6                                                               |
| 1915 Juillet | 31. 360.0             | 150.0            | 516.0                          | 231.5    | 94.0                  | 38.0             | 148.0                          | 113.9    | 31.0                  | 12.0             | 36.0                           | 6.4      | 85.4                                                               |
| Décembre     | 31. 360.0             | 300.0            | 516.0                          | 432.5    | 94.0                  | 38.0             | 148.0                          | 98.8     | 31.0                  | 12.0             | 36.0                           | 2.9      | 81.9                                                               |
| 1916 Juillet | 31. 360.0             | 300.0            | 516.0                          | 568.6    | 94.0                  | 76.0             | 148.0                          | 42.6     | 31.0                  | 24.0             | 36.0                           | 2.7      | 93.7                                                               |
| Décembre     | 31. 360.0             | 300.0            | 516.0                          | 654.7    | 94.0                  | 76.0             | 148.0                          | 250.7    | 31.0                  | 24.0             | 36.0                           | 63.7     | 151.7                                                              |
| 1917 Juillet | 31. 360.0             | 600.0            | 516.0                          | 1.016.1  | 94.0                  | 152.0            | 148.0                          | 263.9    | 31.0                  | 48.0             | 36.0                           | 40.4     | 155.4                                                              |
| Décembre     | 31. 360.0             | 2.475.0          | 516.0                          | 976.1    | 94.0                  | 627.0            | 148.0                          | 326.5    | 31.0                  | 498.0            | 36.0                           | 45.4     | 310.4                                                              |
| 1918 Juillet | 31. 360.0             | 3.180.0          | 516.0                          | 991.2    | 94.0                  | 802.0            | 148.0                          | 292.2    | 31.0                  | 248.0            | 36.0                           | 57.6     | 372.6                                                              |
| Décembre     | 31. 360.0             | 3.180.0          | 516.0                          | 1.188.9  | 94.0                  | 802.0            | 148.0                          | 515.7    | 31.0                  | 248.0            | 36.0                           | 46.0     | 361.0                                                              |
| 1919 Juillet | 31. 360.0             | 3.871.5          | 516.0                          | 1.080.6  | 94.0                  | 1.076.7          | 148.0                          | 409.2    | 31.0                  | 318.8            | 36.0                           | 65.5     | 451.3                                                              |
| Décembre     | 31. 360.0             | 4.991.9          | 516.0                          | 1.904.0  | 94.0                  | 1.191.2          | 148.0                          | 861.7    | 31.0                  | 368.8            | 36.0                           | 127.0    | 562.8                                                              |

des placements montre dans la balance des comptes des banques du Royaume-Uni un accroissement de 211 millions de liv. st. en 1913 à 510 millions en 1918, dû aux souscriptions directes des banques aux emprunts de guerre. Les bilans des banques ne distinguent point séparément les titres d'emprunts, mais le montant de ces bilans passait de 122 millions de liv. st. en 1913 à 421 millions en 1918 (1); accroissement significatif (ces chiffres ne comprennent point les banques ayant leur direction à Londres, dont les affaires sont principalement à l'étranger et qui également souscrivirent une part des emprunts et des bons.)

D'autre part, le Gouvernement anglais a emprunté directement sous deux formes à la Banque d'Angleterre : Les « Deficiency advances » et les « Ways and means advances », ces dernières étant les plus importantes.

Les « Deficiency advances » sont très courtes pour un trimestre et servent à anticiper les recettes; pour le paiement des services du fond consolidé, aucune nouvelle autorisation n'est nécessaire depuis « l'Exchequer and crédit act. 1866 ».

Les « Ways and means advances » s'appliquent aux dépenses votées annuellement que l'on appelle « Supply services ».

Il s'agit dans l'un et l'autre cas d'avances à très court terme qui ne pourraient point être utilisées pour financer la guerre. C'est cependant le reproche, de même que pour les Currency notes, que l'on a adressé au Gouvernement anglais. Ce reproche paraît fondé si l'on considère le montant considérable de ces avances et l'attitude à leur égard du Conseil de la Banque d'Angleterre, insistant auprès du Gouvernement pour en arrêter l'augmentation. Si leur élévation était moins

---

(1) *Currency after the war compiled under the auspices of the international secretariat of the league of nation*. Harrison and Sons, London 1920, p. 140.

dre, on pourrait les rapprocher des fournitures de billets en Italie, par leur caractère temporaire.

Le remboursement de ces avances ne s'est point effectué au début du trimestre suivant, ainsi qu'il en aurait dû être fait régulièrement; le rapport du «Committee on currency and Foreign Exchanges after the War» attirait l'attention du Gouvernement sur l'extension trop considérable des ways and means en exprimant l'espoir que ce mode ne serait plus détourné de son but, qui est de faire face à des nécessités temporaires. (1)

MOUVEMENT DES WAYS AND MEANS ADVANCES (2)

| Années                | Sommes<br>empruntées | Sommes<br>remboursées | Reliquat |
|-----------------------|----------------------|-----------------------|----------|
| En millions de livres |                      |                       |          |
| 1914-1915             | 62.7                 | 62.7                  |          |
| 1915-1916             | 90.9                 | 71.0                  | + 19.9   |
| 1916-1917             | 731.6                | 533.9                 | + 197.6  |
| 1917-1918             | 1030.4               | 1035.6                | — 25.3   |

Au 1<sup>er</sup> avril 1918, les Ways and Means non remboursées s'élevaient à 192,3 millions de livres, le 2 novembre à 354,2 : en mars 1919, on notait une diminution et elles s'élevaient seulement à 228 1/2, et au 31 mars 1920 elles étaient totalement remboursées (3), mais parallèlement on doit noter que la circulation des Bons du Trésor atteignait 1.107 millions de livres.

#### Avances de la Banque de l'Empire d'Allemagne.

Avec l'étude des Bons du Trésor allemand, l'on a vu la mesure approximative dans laquelle la Reichsbank avait été

(1) *Currency after the war*, op. cit., p. 154.

(2) JÈZE. *Les finances de guerre de l'Angleterre* p. 26, Giard et Brière, 1919.

(3) Voir II<sup>e</sup> partie, chapitre I<sup>er</sup>, la controverse sur ce point.



mise à contribution pour fournir les subsides nécessaires aux caisses de l'Etat.

Le mode des avances directes n'a pas été utilisé, mais dès le début de la guerre le Gouvernement avait pris ses dispositions pour donner à la Banque, sous la forme de l'escompte, le moyen de lui venir en aide. Ce sont ces dispositions qui restent à examiner tout en rappelant encore que si les moyens ont été différents, les résultats et les conséquences sont les mêmes, dans la mesure où d'un côté ils donnent naissance à une dette flottante considérable et de l'autre créent une augmentation de la circulation au-dessus des besoins normaux.

Pour arriver à ces fins, il fallait donner à la banque le moyen de procéder à des émissions sans les entraves de la loi bancaire de 1875 et lui donner une couverture pour une somme considérable de billets; on a appelé cette opération le renforcement de l'encaisse liquide « Barvorrat ».

Les mesures suivantes furent prescrites par la loi du 4 août 1914 :

1° Suspension de l'impôt lors du dépassement du chiffre régulier de billets ;

2° Assimilation aux lettres de change des Bons du Trésor et Traités de l'Empire, pourvu que leur échéance ne dépasse pas 3 mois, aux termes du paragraphe 13, section 2 et 17 de la loi bancaire ;

3° Assimilation au numéraire et même à l'or des billets émis par les Darlehnskassen.

La Reichsbank disposait ainsi du numéraire en billets de caisses de prêts, nécessaire pour la couverture du 1/3 de ses émissions, et des lettres de change, en Bons du Trésor ou Traités, pour la couverture des deux autres tiers.

En même temps la loi du 4 août relevait la banque de l'obligation de rembourser les billets en or.

Il est résulté du système allemand une énorme dette flottante et un gonflement des dépôts en banques qui sont passés de 13.658 millions de marks à 60 milliards au 30 juin 1919, y compris les dépôts de la Reichsbank. Un autre organisme avait contribué à ce résultat. Ce sont les Darlehnskassen, dont les trois buts étaient de remplacer l'or à l'encaisse de la Reichsbank, de permettre de plus larges souscriptions aux emprunts de guerre par une diffusion de la circulation, enfin d'alléger le service des prêts de la Reichsbank et des banques de dépôt.

Dans le premier rôle, les sommes suivantes en Darlehnskassenscheinen furent employées à augmenter la balance en numéraire de la Reichsbank.

|                    | En millions de marks |
|--------------------|----------------------|
| Décembre 1914..... | 875                  |
| — 1915.....        | 1.288                |
| — 1916.....        | 422                  |
| — 1917.....        | 1.315 (1)            |
| — 1918.....        | 5.267 (1)            |

(1) Il y a de légères variantes dans les chiffres, ceux-ci sont donnés par les Munchner neueste Nachrichten du 11 janvier 1919. D'après die Bank, en décembre 1917, le chiffre était de 1.304,5 et en décembre 1918, de 5.263,3.

D'après le rapport général de la Reichsbank du 14 mai 1921, l'encaisse en Darlehnskassenscheinen était de 10.993,3 mill. de m. le 31 décembre 1919, et de 23.372,7 mill. de m. le 31 décembre 1920.

### III. — Situation générale du marché monétaire due à l'augmentation de la circulation.

Notre sujet ne comporte point l'étude générale de la circulation, il suffira donc, pour terminer, d'indiquer par quelques chiffres la situation du marché monétaire au point de vue où nous sommes placés. (Voir tableaux page 338 et 339.)

On peut, des estimations ci-dessus, déduire approximativement des indications, d'après le mode selon lequel

AUGMENTATION DE LA CIRCULATION

de juillet 1914 à fin décembre 1919 (d'après la Banque d'Italie)

| ETATS                                                                                                                                               | 31 juillet 1914 | 31 décemb. 1919 | AUGMENTATION |           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|--------------|-----------|
|                                                                                                                                                     |                 |                 | absolue      | Pour cent |
| ANGLETERRE                                                                                                                                          |                 |                 |              |           |
| Banque d'Angleterre<br>Liv. St.                                                                                                                     | 29.7            | 70.2            | 40.5         | 136.6     |
| Etat .....                                                                                                                                          |                 | 358.2           | 358.2        |           |
| TOTAL... Liv. St.                                                                                                                                   | 29.7            | 428.4           | 398.7        | 1.342.42  |
| FRANCE                                                                                                                                              |                 |                 |              |           |
| Banque de France<br>Francs                                                                                                                          | 6.683,1         | 37.660.5        | 30.977.4     | 463.52    |
| ITALIE                                                                                                                                              |                 |                 |              |           |
| Banques d'émissions<br>Lire                                                                                                                         | 2.265,2         | 16.281.3        | 14.016.1     | 618.75    |
| Etat .....                                                                                                                                          | 499,1           | 2.271.3         | 1.772.2      | 355.08    |
| TOTAL... Lire                                                                                                                                       | 2.764,3         | 18.552.6        | 15.788.3     | 571,15    |
| ALLEMAGNE                                                                                                                                           |                 |                 |              |           |
| Banque d'Empire et<br>Caisse de prêts<br>Marks                                                                                                      | 2.909,4         | 35.698.0<br>(1) | 32.788.6     | 1.126.98  |
| (1) 49.479,6 millions de m. au 31 décembre 1919 et 80.838,3 mill. de m. au 31 décembre 1920, d'après le rapport général de la Reichsbank pour 1920. |                 |                 |              |           |

les différents pays ont fait appel à la circulation pour financer la guerre; mais il faut tenir compte que le développement d'instruments autres que les billets de banque ou d'Etat, tel que le développement des crédits en banque n'y apparaît point. Or, il ne fait pas de doute que l'inflation monétaire dépend de l'une aussi bien que de l'autre, dans la mesure où les méthodes utilisées ont eu pour effet de créer un pouvoir d'acquisition supplémentaire.

Les crédits obtenus auprès des Instituts d'émission ont été résumés en pourcentage et par rapport au total de leurs emplois comme suit (1) :

|                                     | Fin 1916 |                                    | Fin 1918 |
|-------------------------------------|----------|------------------------------------|----------|
| Banques d'émission italiennes ..... | 62 0/0   | Banque d'Angleterre...             | 65 0/0   |
| Banque d'Angleterre ..              | 65 —     | Banques d'émission italiennes..... | 73 —     |
| — d'Empire d'Allemagne.....         | 69 —     | Banque d'Empire d'Allemagne.....   | 80 —     |
| Banque de France....                | 74 —     | Banque de France.....              | 85 —     |

La comparaison entre la circulation totale et celle des billets émis soit par l'Etat, soit par les Banques pour le compte de l'Etat donne le pourcentage suivant :

|                 | Fin 1916 |                 | Fin 1918 (1) |
|-----------------|----------|-----------------|--------------|
| France .....    | 56 0/0   | Italie.....     | 66 0/0       |
| Italie.....     | 61 —     | France.....     | 69 —         |
| Angleterre..... | 84 —     | Angleterre..... | 77 —         |
| Allemagne.....  | 90 —     | Allemagne.....  | 73 —         |

(1) Dans la mesure des titres d'Etat que nous supposons contenue dans les portefeuilles respectifs de la Reichsbank et de la Banque d'Angleterre.

---

(1) D'après G. SANTOPONTE, *op. cit.*, page 11, en évaluant à 22 milliards de marks le total des Bons et Traités de l'Empire détenus par la Reichsbank, et en ce qui concerne l'Angleterre, en supposant réduit à 25 millions de livres sterling le montant des obligations à la charge de l'Etat existant dans le portefeuille de la Banque d'Angleterre.





## DEUXIÈME PARTIE

### La Politique financière d'après guerre et la liquidation des Dettes publiques.

---

#### CHAPITRE PREMIER

##### LES EMPRUNTS ET LA POLITIQUE FINANCIÈRE D'APRÈS GUERRE

---

###### **Tendance à l'aggravation des Dépenses.**

Une démonstration du déficit général présenté par les finances des belligérants à la cessation des hostilités paraît superflue. Cependant ce ne fut point le fait qui s'imposa le plus à l'attention et notamment à l'attention des Gouvernements.

A la cessation des hostilités, on a constaté la tendance à l'aggravation des dépenses, ayant pour résultat une hausse des prix qui sollicitait, elle-même ensuite, de nouvelles dépenses, la succession de ces deux phénomènes tendant à se présenter comme une véritable chaîne sans fin.

« C'est avec une énergie admirable que divers groupes de peuples ont pris les armes pour entrer en guerre et pour la continuer de toutes leurs forces, et la puissance d'organisation dans presque tous les pays a stupéfié le monde.

« Depuis que la guerre est terminée nous voyons juste le contraire ; on dirait que la puissance d'organisation s'est perdue ; dans presque tous les pays on continue à agir d'une façon dont on sait et reconnaît qu'elle ne fait qu'augmenter encore la misère. Et dans les divers pays comme dans les rapports internationaux il manque l'initiative et la persévérance pour prendre les mesures nécessaires permettant de rentrer dans la bonne voie. » (G. Vissering, président de la Banque Néerlandaise. — Problèmes internationaux économiques et financiers. Giard et Brière 1920, p. 8.)

#### Budgets français et allemands. Déficit en Italie et en Angleterre.

Le Bilan du premier exercice de paix, en 1919, présentait pour la France les résultats suivants :

| DÉPENSES                                             | francs         | RECETTES                             | francs         |
|------------------------------------------------------|----------------|--------------------------------------|----------------|
| Dépenses militaires et dépenses exceptionnelles..... | 35.814.513.673 | Recettes budgétaires ordinaires..... | 10.176.759.000 |
| Arrérages de la Dette.                               | 7.986.823.151  |                                      |                |
| Autres dépenses.....                                 | 5.228.063.127  |                                      |                |
| TOTAL.....                                           | 49.029.399.951 | TOTAL.....                           | 10.176.759.000 |

Le chiffre des prévisions de l'année 1920 est semblable à peu de chose près :

| DÉPENSES                                                 | francs         | RECETTES (1)        | francs         |
|----------------------------------------------------------|----------------|---------------------|----------------|
| Budget ordinaire.....                                    | 8.992.403.450  | Impôts directs..... | 8.415.231.474  |
| Reliquat de guerre...                                    | 6.788.146.763  | — indirects.....    | 7.426.213.300  |
| Outillage national....                                   | 743.638.000    | Autres revenus..... | 5.978.711.607  |
| Dépenses recouvrables sur l'Allemagne et ses alliés..... | 21.008.110.730 | Emprunt.....        | 27.000.000.000 |
| Service de la Dette..                                    | 11.463.074.852 |                     |                |
| TOTAL.....                                               | 48.995.373.795 | TOTAL.....          | 48.820.456.301 |

(1) Dans l'évaluation des recettes fiscales de 1920, le produit des nouveaux impôts est estimé 4.030.000.000 de francs, compte tenu de leur entrée en vigueur postérieurement à l'ouverture de l'année financière.

Les prévisions allemandes pour l'exercice 1920-1921,

d'après le discours de M. Wirth, ministre des Finances, le 26 avril 1920, présentaient les mêmes caractéristiques :

| DÉPENSES                          | marks          | RECETTES                               | marks          |
|-----------------------------------|----------------|----------------------------------------|----------------|
| <i>Ordinaires</i>                 |                | Recettes générales d'administration... | 180.546.354    |
| 1 <sup>o</sup> Permanentes.....   | 23.791.778.091 | Impôts directs et im-                  |                |
| 2 <sup>o</sup> Exceptionnelles... | 4.159.001.004  | pôts sur les trans-                    |                |
| I. TOTAL.....                     | 27.950.779.095 | ports :                                |                |
| <i>Extraordinaires</i>            |                | a) Recettes perma-                     | 10.810.000.000 |
| II. ....                          | 11.621.850.000 | nentes.....                            |                |
| <i>Exploitations de l'Etat</i>    |                | b) Recettes exception-                 | 3.000.000.000  |
| a) Déficit des P. T. T.,          | 870.460.357    | nelles.....                            |                |
| b) — de l'impri-                  |                | Douanes : Impôts de                    |                |
| merie impériale....               | 189.273        | consommation et                        |                |
| c) Déficit des che-               |                | monopole.....                          | 9.087.000.000  |
| mins de fer.....                  | 12.000.000.000 | Taxe sur les exporta-                  |                |
| III. TOTAL.....                   | 12.870.649.630 | tions.....                             | 1.000.000.000  |
|                                   |                | Patentes et autres re-                 |                |
|                                   |                | cettes.....                            | 972.941.628    |
|                                   |                | Nouveaux impôts...                     | 2.900.000.000  |
|                                   |                | TOTAL.....                             | 27.950.487.982 |
|                                   |                | Déficit du Budget or-                  |                |
|                                   |                | dinaire.....                           | 291.113        |
|                                   |                | Déficit du Budget ex-                  |                |
|                                   |                | traordinaire.....                      | 24.492.499.630 |
| TOTAL GÉNÉRAL des                 |                | DÉFICIT TOTAL...                       | 24.492.790.743 |
| dépenses : I, II, III             | 52.443.278.725 |                                        |                |

M. Schanzer, ministre du Trésor italien, dans son exposé du 16 décembre 1919, évaluait le déficit du budget de l'exercice 1919-1920 à un peu plus de 2 milliards 750 millions et pour l'exercice 1920-1921 ses prévisions variaient autour de 2 milliards 600 millions de lire.

Quant à l'Angleterre, on aurait mieux attendu de sa gestion à l'ouverture de la paix. La balance finale de 1918-1919 se soldait avec un déficit de 1.690.280.000 liv. st. Les prévisions optimistes de M. Chamberlain dans son « Budget Speech » du 30 avril 1919 limitaient le déficit du nouvel exercice à 300 millions de liv. st. Il résultait du budget rectifié en octobre 1919 que ces prévisions du mois d'avril était dépassées de 118 millions de liv. st., portant le

déficit à 405 millions de liv. st., et en y ajoutant les moins-values, soit 32.450.000 liv. st., le déficit total atteignait 473.645.000 liv. st.; il était dû, dans une certaine mesure, à des dépenses exagérées et à un sentiment insuffisant de la situation.

#### **Développement de nouveaux Systèmes fiscaux. Recours à l'emprunt.**

Des chiffres qui précèdent on peut conclure pour la France à l'insuffisance particulière des recettes ordinaires et comme le fait remarquer M. Paul Doumer, dans son rapport du 10 juillet 1920 sur le budget général, on a l'impression, surtout depuis la cessation des hostilités, qu'il n'a été fait qu'un effort fiscal tardif et insuffisant, et cette négligence qu'il veut excuser pendant la guerre, était plus regrettable à partir du mois de novembre 1918.

L'année dernière a présenté une abondante floraison de systèmes fiscaux, destinés à rétablir l'ordre et l'équilibre, comme si brusquement on pouvait espérer retrouver dans une aggravation exagérée de l'impôt, les capitaux nécessaires pour balancer les dépenses accumulées, au moment où s'ouvrait la première phase d'une misère économique mondiale.

Devant le déficit menaçant, l'idée d'un prélèvement extraordinaire sur le capital a réapparu, et deux belligérants l'ont mis en application, l'Italie et l'Allemagne, tandis qu'en France et en Angleterre, les mêmes projets n'aboutissaient point.

La grande machine fiscale allemande, le Reichsnotopfer (sacrifice pour la détresse de l'Empire), œuvre du ministre Erzberger, voté le 31 décembre 1919, devait opérer un prélèvement progressif sur les fortunes dépassant 5.000 marks, avec un taux de 5 à 64 %. Cette mesure se complétait par le renouvellement des taxes exceptionnelles de guerre avec

un tarif plus élevé, la première sur les accroissements de revenus, la deuxième sur les accroissements de capital depuis la guerre.

Deux décrets-lois du 26 novembre 1919, établissaient en Italie un impôt extraordinaire unique sur le patrimoine et un impôt extraordinaire sur l'enrichissement. Le premier s'applique aux fortunes dépassant 20.000 lire, avec un taux progressif de 5 à 25 % pour 100 millions et au-dessus. Le deuxième complète l'impôt sur les bénéfices de guerre, en frappant ceux qui échappaient à cette contribution; il porte sur l'actif net dont s'est accru le patrimoine entre 1914 et 1919, le taux progressif varie de 10 à 60 % selon l'importance proportionnelle du patrimoine.

Une proposition de loi du 20 janvier 1920, de M. Barthe, député, tendait à la création en France d'un impôt sur le capital, auquel il attribuait la vertu, notamment, d'assainir les finances, de rétablir l'équilibre budgétaire, réduire ou supprimer l'inflation, ainsi que la hausse des prix. A côté, sans approfondir davantage la question, il est intéressant de citer les raisons mises en avant par M. Chamberlain, Chancelier de l'Echiquier, à la Chambre des Communes, le 8 juin 1920, et concluant au rejet du « Capital Levy ».

« Le sentiment que ce prélèvement frappe la confiance qu'a eue jusqu'ici le capital, et qu'il empêche de prévoir les obligations financières d'un individu ou de combiner à l'avance les moyens d'y faire face, voilà la plus grande objection à l'impôt... Voilà les raisons pour lesquelles nous avons décidé que nous ne ferions pas cette proposition. Elle ne produirait pas l'effet moral que ses partisans ont espéré; elle n'apporterait pas d'avantage fiscal, elle ne nous aiderait pas beaucoup à réduire la dette flottante...

« Il ne faut pas chercher le remède à cette situation dans des moyens extraordinaires et dangereux, il faut le chercher dans une série d'efforts suivis et continus pendant un cer-



tain nombre d'années. » (Revue de science et de législation financière 1920, p. 472.)

Le flot des dépenses montait, tandis que les mesures fiscales ordinaires ne suffisaient point, et que les moyens extraordinaires présentés par les partis socialistes ou socialisants, avaient d'autres buts; il fallut encore recourir au crédit public.

Le total des Bons de la Défense Nationale en circulation atteignait en France au 1<sup>er</sup> juillet 1920, 44.200 millions et l'ensemble de la dette flottante intérieure était de 51 milliards 464.251.500 francs. Le Gouvernement résolut d'émettre deux emprunts en 1920 sous des formes totalement différentes.

M. Klotz, le 29 décembre 1919, indiquait les motifs de son choix sur la combinaison du 5 % amortissable par voie de tirage au sort avec prime de 50 %. « Le Gouvernement disait-il, a réfléchi longuement sur le type d'emprunt qui devait être présenté. On pouvait offrir un titre de rente perpétuelle, recourir de nouveau à une rente de 4 %. Mais il y a déjà 43.471 millions de rentes 4 % pesant sur le marché. Si nous avons adopté un type 3 % perpétuel nous aurions été obligés de l'émettre à un prix tellement bas que la prime en dedans qui nous avait été reprochée par certains de nos collègues de ce côté de la Chambre (extrême gauche) aurait été encore accrue. Quant à la rente 5 % toute nue, elle ne présentait qu'un intérêt relatif, d'ailleurs son marché est déjà vaste puisqu'il y a pour 25 milliards 180 millions de rentes 5 %... » ; autre part il écartait un 6 % par suite du déclassement qu'il pouvait en résulter pour les émissions précédentes, pour éviter l'élévation correspondante du taux de l'intérêt des obligations industrielles et surtout pour ne pas adopter un taux nominal sensiblement supérieur à ceux antérieurement pratiqués, au moment où la victoire devait donner le droit d'espérer une amélioration de notre crédit.

La souscription fut ouverte du 19 février au 20 mars 1920 et quatre termes fixés pour la libération, soit :

|                                   |            |
|-----------------------------------|------------|
| Le jour de la souscription.....   | 25 francs  |
| Le 1 <sup>er</sup> mai 1920.....  | 25 —       |
| Le 16 juin 1920.....              | 25 —       |
| Le 1 <sup>er</sup> août 1920..... | 26 —       |
| TOTAL.....                        | 101 francs |

Le remboursement devait s'effectuer par tirages semestriels du 1<sup>er</sup> novembre 1920 au 1<sup>er</sup> mai 1980. Pour cette opération l'emprunt est divisé en 646 séries de 25 millions, dont le nombre à chaque tirage progresse selon un tableau d'amortissement publié au *Journal Officiel* du 8 juillet 1920.

Le taux effectif de l'emprunt a été calculé par MM. Barriol et Brochu, de l'Institut des actuaires français (1) en déterminant par l'escompte direct à 2,8 et 2,9 % les valeurs de chaque groupe de semestrialités, soit un taux semestriel de 2,804 et un taux annuel de 5,686 %.

Le produit de l'Emprunt indiqué par M. Marsal, ministre des Finances, le 12 avril, était le suivant :

|                                  |                           |
|----------------------------------|---------------------------|
| Numéraire.....                   | 6 milliards 800 millions  |
| Bons de la Défense Nationale.... | 8 — » —                   |
| Obligations.....                 | » — 560 —                 |
| Coupons de rentes françaises ... | » — 376 —                 |
| Autres valeurs.....              | » — 4 —                   |
| PRODUIT TOTAL.....               | 15 milliards 740 millions |

L'emprunt 6 % qui suivit de près l'opération précédente marque un changement complet de méthode; il a fallu arriver au sixième emprunt pour trouver la forme la plus convenable d'une émission. Le taux nominal a été l'expression exacte du taux réel; l'émission a été faite au pair.

Le principe que l'Etat ne doit pas se reconnaître débiteur d'une somme supérieure à celle reçue triomphait enfin, et

(1) *Journal des économistes*, 15 octobre 1920, p. 175.

on abandonnait en même temps la forme amortissable qui décidément ne paraît pas convenir aux finances françaises.

La souscription était ouverte du 20 octobre au 30 novembre 1920 et quatre termes étaient fixés pour sa libération :

|                |                              |
|----------------|------------------------------|
| 25 fr. 00..... | le 30 nov. 1920              |
| 25 fr. 00..... | le 30 janv. 1921             |
| 25 fr. 00..... | le 1 <sup>er</sup> mars 1921 |
| 26 fr. 15..... | le 16 avril 1921             |
| <hr/>          |                              |
| 101 fr. 25     |                              |

Les titres des emprunts de guerre précédents étaient acceptés en paiement jusqu'à concurrence de la moitié au maximum du montant total de chaque souscription.

Une création toute particulière fut celle d'un marché spécial pour l'achat des titres des anciens emprunts, aux porteurs ne disposant point pour la souscription d'un capital égal en numéraire.

Le prix de rachat fut fixé comme suit au 30 novembre 1920 :

|                   |             |                                   |
|-------------------|-------------|-----------------------------------|
| 5 % 1915-1916.... | 87 fr. 65,  | coupon du 16 novemb. détaché      |
| 4 % 1917.....     | 71 fr. 60,  | — 16 septemb. détaché             |
| 4 % 1918.....     | 71 fr. 28,  | — 16 octobre détaché              |
| 5 %, 1920.....    | 100 fr. 55, | — 1 <sup>er</sup> novemb. détaché |

Parallèlement les cours en bourse étaient les suivants à la même date 85,40, 68,75, 65,40 et 100,05, d'où ressort déjà l'avantage des échangistes.

Le marché spécial était alimenté par l'argent frais reçu par les intermédiaires, avant la souscription, à partir du 25 août 1920 et rémunéré au taux de 5,75 %.

Le taux annuel d'intérêt est de 6,07 % le plus élevé qui ait été pratiqué, les emprunts précédents ayant été émis aux taux respectifs de :

|                |        |                |        |
|----------------|--------|----------------|--------|
| 5 % 1915 ..... | 5.88 % | 4 % 1918 ..... | 5.81 % |
| 5 % 1916 ..... | 5.84 % | 5 % 1920 ..... | 5.68 % |
| 4 % 1917 ..... | 5.96 % | 6 % 1920 ..... | 6.07 % |

La Dette flottante intérieure de l'Italie, le 16 décembre 1919, présentait 15.961 millions de lire sous forme de Bons du Trésor ordinaires et 6.745 sous forme de bons pluriennaux ; il fallait y ajouter la charge d'une dette extérieure s'élevant à 19.984 millions, dont les intérêts, à payer en liv. st., à partir du 1<sup>er</sup> juillet 1919, sur les sommes empruntées à l'Angleterre par suite de la cessation, fin juin 1919, des accords financiers, se traduisaient par une charge annuelle de plusieurs centaines de millions.

Le Ministre M. Schanzer obtint cependant des Gouvernements britanniques et américains, l'ajournement des paiements. Il était donc nécessaire d'aviser à une opération financière nouvelle, en sus des impôts inscrits au programme financier du 10 juillet 1919. L'idée d'un emprunt forcé fut écartée, en raison surtout de la nécessité de l'évaluation préalable stricte des capitaux qu'il aurait dû frapper et par conséquent du laps de temps assez long qui aurait été nécessaire pour réaliser cette opération préalable. « L'Etat a besoin, au contraire, disait M. Schanzer, de se faire rapidement des disponibilités pour sortir de la situation difficile où il se trouve. » « Il faut faire rentrer immédiatement les billets », affirmait M. Stringher, directeur de la Banque d'Italie, dans sa lettre aux établissements composant le Consortium d'émission, « leur volume est tel, — un total de 35 milliards — que la pensée s'impose de voir par une inéluctable nécessité des choses, plusieurs milliards se transformer à la suite de la souscription qui va s'ouvrir en titres de ce nouvel emprunt. »

L'emprunt fut d'ailleurs présenté aux souscripteurs moins sous le seul aspect de sa convenance que de son impérieuse nécessité. Il faut reconnaître que par les mesures fiscales que prenait parallèlement le Gouvernement, il donnait aux souscripteurs la garantie d'assurer le service des intérêts, d'améliorer le crédit de l'Etat et par là l'espoir de voir les titres offerts se hausser à des cours plus élevés.

Le prix d'émission fixé à 86,50 assurait un intérêt réel de 5,72 % avec garantie d'inconvertibilité avant 12 ans. Le résultat s'éleva à 18.335.573.000 lire, dont 8.068.779.000 au comptant et en coupons et 10.266.794.000 en Bons du Trésor et en valeurs, non comptées les souscriptions à l'étranger estimées à environ 1 milliard 1/2 (1).

Le 13 juin 1919, le Gouvernement anglais émit un emprunt 4 % à 8 % du capital nominal remboursable avant 1990, avec le droit de le rembourser en or, à partir de 1960. Le souscripteur était donc assuré d'une prime de 20 %, en 71 ans. Malgré ces avantages, cet emprunt n'obtint pas le succès désiré par le Gouvernement; le montant atteignit 574.704.000 liv. st. de capital nominal, 455 millions de capital effectif en argent frais et 18 millions en Bons du Trésor, sur ce montant 111 millions avaient été souscrits directement par les grandes banques.

D'après M. G. Lachapelle (2), les disponibilités de l'épargne en Angleterre atteignaient au moment de l'emprunt 3 milliards 1/2 de liv. st. environ; il attribue l'insuccès relatif de la souscription d'une part à l'irrésolution du Gouvernement et à l'agitation ouvrière, d'autre part à l'énormité des dépenses publiques. Par son attitude, le public a signifié au Gouvernement qu'il ne fallait plus compter sur son concours tant que les dépenses inutiles et exagérées n'auraient pas cessé.

#### **Discussion sur l'emprunt à lots. — Résultat de ce type en Allemagne**

Les émissions d'après guerre en Angleterre et en Allemagne ont amené l'étude particulière d'un nouveau type non

---

(1) L'emprunt forcé qui avait été envisagé était au taux de 1 % avec un délai de remboursement de 60 à 100 années, obligatoire sur les fortunes à partir de 50.000 lire. Il rencontra la plus vive opposition dans les milieux intéressés et dans la presse conservatrice.

(2) *Op. cit.*, p. 307.



usité pendant la guerre. Ce mode a, d'ailleurs, été également préconisé en France et en Italie, mais sans atteindre l'importance de la discussion dont il fut l'objet en Angleterre et sans être réalisé comme en Allemagne. Il s'agit de l'emprunt à lots.

La question fut débattue au Parlement britannique le 1<sup>er</sup> décembre 1919, avec la proposition de M. Bottomley, relative à une émission à primes amortissable, tandis que quelques semaines auparavant, le budget rectifié de M. Chamberlain, faisait prévoir pour la fin de l'exercice un déficit de 476 millions de livres.

Combattu par le clergé, repoussé par la morale puritaine, le principe de la loterie fut considéré par le Chancelier M. Chamberlain comme contraire à l'esprit d'épargne et comme condamnable en vertu des principes d'une bonne administration financière. (1)

« Les partisans de ces obligations ont beaucoup parlé des avantages qu'il y aurait à encourager notre population à l'épargne. Croient-ils réellement qu'en encourageant les gens à placer leur argent dans ces obligations dont la seule attraction spéciale est l'élément de chance, ils encouragent l'épargne ?...

« Si vous examinez la liste, vous verrez de nombreuses émissions successives d'un emprunt du Gouvernement dont le capital et l'intérêt sont remboursables par l'Etat, accompagnées du droit de prendre des billets de loterie. Je crois que ceci amènerait une recrudescence des maux inséparables de ces heures (il parle de l'époque du Lottery Act de 1823). Surtout au moment où la leçon essentielle que nous devons enseigner à tous est qu'il n'existe pas de salut, sauf dans le travail, vous voulez leur apprendre à attendre le salut d'un coup de chance ! Au lieu de leur apprendre à compter sur

---

(1) *Journal des économistes*, février 1920, p. 160.

leurs propres efforts, vous leur apprenez à compter sur la chance. Si vous faites cela, aucune somme que vous puissiez obtenir, que ce soit beaucoup plus que je n'imagine ou moins, ne compensera dans le pays le mal qui aura été fait. »

La proposition Bottomley fut rejetée par 276 voix contre 84. L'emprunt à lots avait eu deux partisans en France ; une proposition de M. A. Lefebvre tendait à l'utilisation de cette ressource financière. M. Klotz estimait, tout en faisant choix du 5 % amortissable, qu'un emprunt à lots pourrait être utilisé ultérieurement. En Italie, M. Schauzer l'écartait en raison surtout du rendement relativement faible que l'on pourrait en attendre : « Tout en n'écartant pas *a priori*, disait-il, l'idée qui nous était fournie, par un scrupule qui n'eût pas été de mise, s'il avait pu servir comme expédient financier, les intérêts du Trésor, nous avons dû nous arrêter à cette conclusion que, étant donné les habitudes de nos capitalistes et les errements suivis par l'épargne nationale, un emprunt à lots n'offrait point la garantie d'un large placement sur lequel les nécessités de l'heure nous faisaient un devoir de compter. »

Ce sont les Allemands qui ont fait l'expérience de l'emprunt à lots (Sparprämienanleihe) en 1919.

Le capital à souscrire était limité à 5 milliards de marks répartis en 5 millions de titres de 1.000 marks, divisés en 5 séries de 2.500 groupes ; chaque série contenait 400 numéros.

Chaque année il est procédé à deux tirages comprenant 2.500 lots, soit :

|                |           |                  |        |
|----------------|-----------|------------------|--------|
| 5 lots à ..... | 1.000.000 | 100 lots à ..... | 25.000 |
| 5 — .....      | 500.000   | 200 — .....      | 10.000 |
| 5 — .....      | 300.300   | 300 — .....      | 5.000  |
| 5 — .....      | 200.000   | 400 — .....      | 3.000  |
| 10 — .....     | 150.000   | 400 — .....      | 2.000  |
| 20 — .....     | 100.000   | 1000 — .....     | 1.000  |
| 50 — .....     | 50.000    |                  |        |

L'amortissement est indépendant du tirage des lots et un titre peut gagner un lot à chaque tirage, mais un seul, tant qu'il n'est pas amorti conformément à l'ordre suivant à raison de un tirage par an.

|                |                     |             |              |
|----------------|---------------------|-------------|--------------|
| 1920-1929..... | 50.000 titres, soit | 50.000.000  | marks par an |
| 1930-1939..... | 75.000 — —          | 75.000.000  | —            |
| 1940-1949..... | 100.000 — —         | 100.000.000 | —            |
| 1950-1959..... | 75.000 — —          | 75.000.000  | —            |
| 1960-1969..... | 50.000 — —          | 50.000.000  | —            |

Le remboursement se fait au pair, en outre du bénéfice du paiement d'un intérêt de 5 marks pour chaque année écoulée depuis l'émission; enfin une prime extraordinaire croissante est accordée à la moitié des titres amortis chaque année.

|                                |                           |
|--------------------------------|---------------------------|
| 1000 marks de 1920 à 1929..... | pour 25.000 titres par an |
| 1000 — 1930 à 1939.....        | — 37.500 —                |
| 1000 — 1940 à 1949.....        | — 50.000 —                |
| 2000 — 1950 à 1959.....        | — 27.500 —                |
| 4000 — 1960 à 1969.....        | — 25.000 —                |

Le résultat a été celui que l'on pouvait prévoir, 3.800 millions de marks ont seulement été souscrits, dont moitié en titre 5 % et moitié en espèces. 79 % des souscriptions n'étaient que de deux obligations (1), il y a donc eu très peu d'empressement à souscrire de la part des moyens et gros capitalistes et des grands établissements. Le hasard ne tente pas les gros souscripteurs qui préfèrent un revenu supérieur et une négociabilité plus facile.

#### **Recours aux banques d'émission.**

##### **Expansion de la circulation chez les belligérants.**

Mais ce n'est point surtout sous les formes précédentes qui, dans une certaine mesure, auraient pu alléger la dette

(1) Le 31 mars 1921 l'émission n'avait pu être clôturée, le montant d'une partie de souscription n'ayant pu, à cette date, être acquitté.

flottante, que les Gouvernements ont fait appel à l'emprunt, pour solder leurs nouvelles dépenses.

Le maximum des avances de la Banque de France avait été porté par suite de nouvelles conventions à 27 milliards, malgré la résistance du Conseil général, affirmée dans la correspondance échangée entre le Gouvernement et le Ministre des Finances et publiée à la demande de la Commission du budget. A la demande instante du Ministre, le Conseil avait répondu en refusant à l'unanimité les avances sollicitées et dans les termes suivants :

« Le Conseil général, après avoir pris connaissance de la lettre de M. le Ministre des Finances, en date du 12 avril courant, demandant à la Banque de France de porter de 24 à 27 milliards le maximum de ses avances à l'Etat,

« Considérant :

« Qu'il est d'un intérêt vital pour le pays que le billet de banque conserve un crédit au-dessus de toute atteinte;

« Que dans ce but, les statuts fondamentaux de la Banque de France soumettent l'émission à des conditions strictement déterminées qui garantissent la convertibilité du billet ;

« Que des dérogations à ces principes ne peuvent être admises que dans l'intérêt suprême de la Défense Nationale, au moment où l'existence même du pays est en jeu et qu'il s'agit de vaincre ou de mourir, l'Etat se trouvant alors dans l'impossibilité de se procurer par d'autres moyens les ressources indispensables ;

« Que, même dans ces circonstances exceptionnelles, il a été demandé que le crédit du billet soit garanti par des engagements spéciaux et privilégiés sur toutes les ressources ordinaires et extraordinaires de l'Etat ;

« Considérant,

« Que depuis l'armistice, la Banque est allée jusqu'à l'extrême limite des avances qu'elle peut raisonnablement consentir à l'Etat, sans courir le risque de porter une atteinte grave au crédit du billet de banque qui constitue la base même de la vie financière, économique et sociale de la nation ;

« Considérant,

« Que les dépenses publiques ne doivent plus désormais présenter le même caractère d'urgence, de telle sorte qu'elles ne puissent être éche-

lonnées de manière à permettre l'étude et la réalisation d'opérations de Trésorerie susceptibles de fournir à l'Etat les ressources dont il a besoin.

« Estime qu'il convient d'appeler tout particulièrement l'attention de M. le Ministre des Finances et du Gouvernement de la République sur la situation qui est ainsi faite à la Banque de France et exprime le regret de ne pouvoir donner une réponse affirmative à la demande qui vient de lui être soumise. »

Cependant, sur l'engagement formel du Ministre d'appliquer au remboursement de ces nouvelles avances une partie du montant du plus prochain emprunt de façon à les ramener au chiffre prévu par la convention du 13 février 1919, le Conseil général accepta de fixer à 3 milliards l'avance autorisée et d'accord avec le Gouvernement la limite d'émission fut fixée à 40 milliards. Le Conseil décidait en même temps de consacrer la totalité de l'intérêt de 0,75 % allouée à la Banque au compte d'amortissement créée par la convention du 28 août 1917.

L'attitude de la Banque de France supprimait tout espoir de recourir à nouveau à ses services, le Gouvernement était ainsi mis dans l'obligation d'adopter un nouveau programme financier, mais il ne devait pas tenir ses engagements envers la Banque. Deux fois l'échéance a dû être prorogée, la première fois le 14 avril 1920 jusqu'au 31 décembre, la deuxième fois le 29 décembre un nouvel accord intervenait fixant le montant des avances au Trésor à 27 milliards jusqu'au 31 décembre 1921.

En compensation, aux termes de ce dernier accord, l'Etat s'engage à effectuer avant le 1<sup>er</sup> janvier 1922, les remboursements nécessaires pour ramener la dette à 25 milliards et en poursuivre l'amortissement à raison d'un minimum de deux milliards par an.

Dans son rapport du 27 janvier 1921, M. G. Robineau s'exprimait ainsi: « Ce n'est pas sans une très profonde déception, vous n'en pouvez douter, que votre conseil a dû



s'incliner ainsi par deux fois devant l'inévitable. Il lui semblait que l'effort fiscal du pays, le succès de deux emprunts, l'afflux permanent de larges disponibilités à la souscription des Bons de la Défense Nationale, devaient permettre à l'Etat de réserver dans l'aménagement de la Trésorerie, un gage suffisant pour assurer enfin le premier remboursement extinctif des avances de la Banque. »

A l'appui de l'opinion que nous exprimions au début de ce chapitre relativement aux dépenses publiques, il ajoutait : « Certes, il n'ignore pas les embarras que crée à la Trésorerie la nécessité de pourvoir à la lourde charge des réparations, dans l'attente des indemnités que le Traité de Versailles a solennellement garanties à la France, et des concours que les sacrifices faits par notre pays à la victoire commune, lui donnent le droit d'escompter. *Il garde, néanmoins, le sentiment que ces embarras, pourraient être sensiblement réduits par une politique résolue de compression des dépenses publiques, qu'il a réclamé à maintes reprises, et dont tout récemment encore, il a cru devoir signaler au Gouvernement l'impérieuse et très pressante nécessité.* »

Dans la mesure du possible, le Gouvernement italien aurait vivement désiré réduire la circulation, et l'opinion aurait été très favorable à cette mesure. Au moment de l'émission du sixième emprunt, M. Schanzer déclarait que faute d'emprunter ainsi, il serait nécessaire de recourir pour la somme de 6 milliards, aux avances des banques. Les interpellateurs du ministre Meda, le 10 juillet 1920, au Sénat, réclamaient des mesures en vue de l'assainissement de la circulation, et le ministre répondait par les explications suivantes : « Les dépenses militaires, celles des pensions de guerre, celles pour l'achat des denrées et combustibles augmentaient de jour en jour. Le Gouvernement a été obligé de pourvoir en partie à ces dépenses au moyen de l'emprunt ; mais, en outre, 10 milliards de bons ont été retirés de la

circulation. La prolongation douloureuse d'une situation très difficile, la non prévision de la liv. st. à 100 lire, le blé à 400 lire le quintal et le charbon à 1.000 lire la tonne, voici les raisons pour lesquelles on n'a pu réduire la circulation fiduciaire. Du reste, il ne manque pas de gens compétents qui pensent qu'il n'est pas utile de faire une forte réduction de la circulation qui n'a pas été augmentée depuis huit mois. »

Si 1920, en effet, n'avait point vu un accroissement, par contre, 1919, légitimait bien les inquiétudes.

TABLEAU DE LA CIRCULATION EN ITALIE  
DU 31 DÉCEMBRE 1918 AU 31 DÉCEMBRE 1919

|                         | CIRCULATION DES BANQUES |                                |          | Circulation<br>de<br>l'Etat | TOTAL<br>GÉNÉRAL |
|-------------------------|-------------------------|--------------------------------|----------|-----------------------------|------------------|
|                         | Pour le<br>Commerce     | Pour le<br>compte de<br>l'Etat | TOTAL    |                             |                  |
| <i>31 décembre 1918</i> |                         |                                |          |                             |                  |
| Banque d'Italie...      | 3.978.5                 | 5.244.9                        | 9.223.4  |                             |                  |
| — de Naples.            | 542.6                   | 1.559.7                        | 2.102.3  |                             |                  |
| — de Sicile..           | 63.6                    | 361.0                          | 424.6    | 2.124.1                     |                  |
|                         | 4.584.7                 | 7.165.6                        | 11.750.3 | 2.124.1                     | 13.874.4         |
| <i>30 Juin 1919</i>     |                         |                                |          |                             |                  |
| Banque d'Italie...      | 3.745.2                 | 5.823.6                        | 9.538.8  |                             |                  |
| — de Naples.            | 479.2                   | 1.746.1                        | 2.225.3  |                             |                  |
| — de Sicile..           | 60.5                    | 456.3                          | 516.8    | 2.271.3                     |                  |
|                         | 4.254.9                 | 8.026.0                        | 12.280.9 | 2.271.3                     | 14.552.2         |
| <i>31 décembre 1919</i> |                         |                                |          |                             |                  |
| Banque d'Italie...      | 4.919.8                 | 7.772.0                        | 12.691.8 |                             |                  |
| — de Naples.            | 682.4                   | 2.294.9                        | 2.977.3  |                             |                  |
| — de Sicile..           | 49.4                    | 962.8                          | 612.2    | 2.271.3                     |                  |
|                         | 5.651.6                 | 10.629.7                       | 16.281.3 | 2.271.3                     | 18.552.6         |

Le Gouvernement britannique a accompli de sérieux efforts pour limiter l'accroissement de la circulation sous la forme des Ways and means advances. Si leur montant atteignait encore 228 1/2 millions de liv. st. au 31 mars 1919, leur remboursement était rigoureusement poursuivi, et au 31 mars 1920, d'après les documents sur la circulation (1) du Secrétariat de la ligue des nations, elles étaient totalement remboursées; par contre, M. G. Lachapelle indique (2) qu'elles s'élevaient respectivement à 455 millions de liv. st., au 31 mars 1919, et 205 millions de liv. st., au 31 mars 1920. Le désaccord existant entre cet auteur et les documents du Secrétariat de la ligue des nations oblige à une extrême réserve sur ce point.

Ce qui est certain, on vient d'en voir la preuve, c'est que les Ways and means, sont un des côtés obscurs des finances anglaises; elles n'apparaissent point au bilan de la Banque d'Angleterre. Certains affirment qu'elles correspondent au poste « Government Security », or ce poste n'atteignait par exemple que 71 millions de liv. st., le 25 décembre 1918, alors que le 2 novembre (date la plus rapprochée) les Ways and means s'élevaient à 354,2 millions de liv. st.

Le développement des Currency notes, depuis l'armistice, a pris des proportions relativement considérables. D'après l'exposé de M. Chamberlain du 30 avril 1919, le montant des Currency notes était passé de 228 millions de liv. st., au 1<sup>er</sup> avril 1918, à 291 millions, à l'armistice, et au 31 mars 1919, s'élevait à 349 millions de liv. st. Le 30 juin, il tendait légèrement à diminuer, mais était encore de 342.952.000 liv. st.. Pour excuser ce développement, M. Chamberlain a déclaré, que les Currency notes, n'ont été émises que pour répondre aux besoins du public; il en a déduit l'impossibi-

---

(1) *Currency after the war*, *op. cit.*, p. 141.

(2) *Op. cit.*, p. 304.

lité de supprimer cette émission ou, même de la restreindre. Cependant il est extrêmement probable que les Currency notes ont servi à financer la guerre. Quant à l'argument tiré par M. Chamberlain, de la nécessité d'éviter une crise de crédit, il n'a qu'une portée limitée; il peut être nécessaire, en effet, de ne pas réduire trop brusquement la circulation existante, mais on ne peut justifier l'accroissement d'une émission dont la nécessité de la guerre avait constitué la seule raison d'être légitime.

En réalité, M. Chamberlain plaidait la cause de ses prédécesseurs, et après avoir affirmé que la cessation de nouvelles émissions était impossible en ce moment, il préférerait, disait-il remédier aux causes fondamentales, par la réduction des dépenses, l'augmentation des revenus budgétaires; sur ces questions notamment, il partageait l'opinion de la Commission présidée par Lord Cunliffe, dans ses conclusions sur la circulation des Currency notes (1).

L'augmentation de la circulation fiduciaire en Allemagne depuis l'armistice, due en majeure partie aux emprunts du Gouvernement, a dépassé toutes limites et cette politique est imputable particulièrement au ministre Erzberger.

L'émission totale des billets de la Banque d'Empire passait du 31 décembre 1918 au 30 juin 1919, de 22.188 millions de marks à 29.868 millions, soit une augmentation de 7.780 millions, ou plus de 1,300 millions par mois. Par rapport aux années précédentes, l'augmentation pour tout 1918 avait été de 3.844 millions de marks et pour 1917 de 3.292. Il y a lieu de remarquer que si les encaisses métalliques s'étaient maintenues dans les autres pays en Allemagne, la couverture avait considérablement diminuée, soit presque de la moitié de décembre 1918 au 30 juin 1919, en passant de 2.212 millions de marks à 1.116 millions.

---

(1) *Interim report of the committee on Currency and Foreign exchanges after the war.*

Dans le même semestre, la circulation des Caisses de prêts de guerre progressait de 1.918 millions, soit en juin 1919, au total 12.027 millions de marks.

Le chiffre déjà élevé de la circulation totale, 42 milliards, prenait des proportions impressionnantes en 1920.

La situation de la Reichsbank au 15 mai, d'après « *L'industrie und handels zeitung* », accusait une augmentation de la circulation, dans la première semaine de mai 1920, de 433 millions de marks contre 93 pour la semaine correspondante de 1919, ce qui portait le total des billets de la Reichsbank en circulation à 48.372 millions de marks.

Dans la même semaine, la circulation des Darlehnskassenscheinen augmentait de 27 millions et atteignait 13 milliards 803 millions de marks et l'ensemble de la circulation dépassait 62 milliards ! (1)

---

(1) Nous recevons au dernier moment le rapport général de la Reichsbank pour 1920, paru le 14 mai 1921.

D'après ce document, la circulation des billets de la Banque d'Empire atteignait le 31 décembre 1920, 68,805 milliards de marks. En ce qui concerne les Darlehnskassenscheinen, on notait toutefois une légère diminution, le chiffre le plus élevé a été atteint le 31 décembre 1919, soit 13.788,1 ; au 31 décembre 1920, il était de 12.033,3 marks.

L'ensemble de la circulation atteignait à cette date 80.838,3 millions de marks. On doit remarquer un ralentissement de la progression dans le dernier trimestre 1920, par rapport aux trimestres précédents et également par rapport aux derniers trimestres de 1918 et 1919.

La couverture de la circulation de la Reichsbank comprenait, le 31 décembre 1920 ; en or, 1.097.409.456 marks : en argent, 1.484.567 228 marks ; en Reichskassenscheinen, 44 millions. Quant aux Darlehnskassenscheinen détenus par la Reichsbank à la même date, leur montant était de 23.372,7 millions de marks ; ce chiffre indique l'importance des prêts consentis qui étaient passés de 24.894,9 millions de marks à 35.526 au 31 décembre 1920 et le reflux des billets en résultant vers la caisse de la Reichsbank (*Verwaltungsbericht der Reichsbank für das Jahr 1920. Generalversammlung am 31 marz 1921 ; Berlin, Reichsdruckerei 1921.*)



## CHAPITRE II

### LA LIQUIDATION DES DETTES PUBLIQUES DE GUERRE

#### I. — Situation générale des dettes publiques.

Il est difficile d'établir une situation générale des dettes des belligérants et surtout de comparer entre elles ces diverses dettes, par suite, d'une part, de l'imprécision fréquente des documents et, d'autre part, de la dépréciation de la monnaie dans chacun de ces pays et de la variation continue de cette dépréciation (1).

#### DETTE PUBLIQUE

COMPARAISON AVEC LES CHIFFRES D'AVANT GUERRE

*En millions*

| ETATS            | UNITÉ<br>MONÉTAIRE | DETTE<br>d'avant guerre<br>1913 | Dettes courantes au début de 1920 |            |           |
|------------------|--------------------|---------------------------------|-----------------------------------|------------|-----------|
|                  |                    |                                 | Intérieure                        | Extérieure | Totale    |
| Belgique.....    | Franc              | 4.626.6                         | 17.903.9                          | 1.687.6    | 19.591.5  |
| France.....      | Franc              | 33.637.0                        | 185.728.0                         | 33.660.0   | 219.388.0 |
| Italie.....      | Lire               | 15.281.1                        | 57.888.4                          | 20.219.6   | 78.107.7  |
| Royaume-Uni..... | Livre              | 706.0                           | 6.603.0                           | 1.279.0    | 7.882.0   |
| Allemagne.....   | Mark               | 5.153.0                         | 194.000.0                         | 3.000.0    | 197.000.0 |
| Etats-Unis.....  | Dollar             | 1.028.0                         | 25.484.0                          | »          | 25.484.0  |

(1) Les chiffres suivants proviennent du Rapport n° IV destiné à la conférence qui devait se réunir à Bruxelles en juillet 1920, constitué d'après les documents fournis par chaque nation intéressée.

En appliquant à ces dettes les recettes courantes à la même date, on peut évaluer leur rapport. Le nombre d'années nécessaires à l'amortissement serait de 10 pour la France, 7,5 pour l'Italie, 7 pour l'Allemagne, 5,5 pour l'Angleterre.

DETTE GLOBALE PAR TÊTE AU DÉBUT DE 1920

| PAYS             | Unité<br>monétaire | En monnaie<br>du pays | En dollars<br>au taux<br>normal | En dollars<br>au cours<br>actuel<br>du change. |
|------------------|--------------------|-----------------------|---------------------------------|------------------------------------------------|
| Belgique.....    | Franc              | 2.577,83              | 497,40                          | 225,14                                         |
| France.....      | Franc              | 5.773,36              | 1.114,26                        | 479,51                                         |
| Italie.....      | Lire               | 2.055,45              | 396,60                          | 122,71                                         |
| Royaume-Uni..... | Livre              | 169,51                | 824,94                          | 670,97                                         |
| Allemagne.....   | Mark               | 3.346,92              | 797,57                          | 88,36                                          |
| Etats-Unis.....  | Dollar             | 235,96                | 235,96                          | 235,96                                         |

Si la dépréciation des signes monétaires facilite le remboursement des dettes intérieures, elle crée au contraire de graves difficultés lorsqu'il s'agit même simplement du paiement des intérêts des dettes extérieures. Les chiffres indiqués par les Gouvernements sont fournis en monnaie nationale même en ce qui concerne les emprunts extérieurs.

Ainsi lorsque l'on étudie la situation passive de la France, on ne doit pas perdre de vue que sur une dette globale de 220 milliards, 33 1/2 milliards (soit 15 % de ce montant total) représentent la dette extérieure.

Sur ces 33 milliards 1/2, 15 sont dus aux Etats-Unis et 12 1/2 à la Grande-Bretagne. En ramenant ces dettes au cours du change au début de mai 1921, la somme due à la Grande-Bretagne s'élève à 24 milliards 898 millions de francs et celle due aux Etats-Unis à 36 milliards 447 millions.

La Dette réelle extérieure de la France était donc en 1921, au cours du change, de 67,345 milliards au lieu de 33 1/2

et la proportion avec la dette globale soit 255 milliards passait de 15 à 27 %. Ce calcul appliqué à la France et à l'Italie donne les chiffres suivants :

| PAYS        | Unité monétaire | Revenu moyen annuel par tête avant la guerre | Dette par tête avant la guerre | Proportion de D à C | Revenu moyen actuel par tête | Dette actuelle par tête (la dette ext. étant portée au taux du chan. | Proportion de G à F |
|-------------|-----------------|----------------------------------------------|--------------------------------|---------------------|------------------------------|----------------------------------------------------------------------|---------------------|
| A           | B               | C                                            | D                              | E                   | F                            | G                                                                    | H                   |
| France..... | Franc           | 960                                          | 851 1/2                        | 82 1/2              | 3.200                        | 6.780                                                                | 212                 |
| Italie..... | Lire            | 580                                          | 434                            | 75                  | 2.175                        | 2.996                                                                | 138                 |

### FARDEAU DES DETTES PUBLIQUES

COMPTE TENU DE LA RICHESSE ET DU REVENU NATIONAL

(en pourcentages par tête d'habitant)

| PAYS                 | Unité monétaire | Revenu annuel moyen par tête d'habitant avant la guerre | Dette par tête avant la guerre | Rapport de D à C | Revenu moyen actuel par tête | Dette globale actuelle par tête | Rapport de G à F |
|----------------------|-----------------|---------------------------------------------------------|--------------------------------|------------------|------------------------------|---------------------------------|------------------|
| A                    | B               | C                                                       | D                              | E                | F                            | G                               | H                |
| En monnaie nationale |                 |                                                         |                                |                  |                              |                                 |                  |
| Etats-Unis....       | Dollar          | 350                                                     | 10                             | 3                | 700                          | 236 (152)                       | 34 (22)          |
| Royaume-Uni.         | Livre           | 54                                                      | 3 1/2                          | 6 1/2            | 94                           | 70                              | 75               |
| France.....          | Franc           | 960                                                     | 851 1/2                        | 88 1/2           | 3.200                        | 5.773                           | 180              |
| Allemagne....        | Mark            | 625                                                     | 74                             | 12               | 3.900                        | 3.347                           | 86               |
| Italie.....          | Lire            | 580                                                     | 434                            | 75               | 2.175                        | 2.055                           | 95               |
| En Dollars           |                 |                                                         |                                |                  |                              |                                 |                  |
| Etats-Unis....       | Dollar          | 350                                                     | 10                             | 3                | 700                          | 236 (152)                       | 34 (22)          |
| Royaume-Uni.         | id.             | 243                                                     | 75                             | 31               | 445                          | 672 (514)                       | 151 (116)        |
| France.....          | id.             | 185                                                     | 164                            | 88 1/2           | 266                          | 479                             | 180              |
| Allemagne....        | id.             | 149                                                     | 17 1/2                         | 12               | 103                          | 88 1/4                          | 86               |
| Italie.....          | id.             | 112                                                     | 84                             | 75               | 130                          | 124                             | 95               |

Les chiffres entre parenthèses pour les Etats-Unis et l'Angleterre sont les chiffres de dette nette, c'est-à-dire de dette globale, déduction faite des sommes dues à ces pays par d'autres pays.

**Poids de la Dette sur les générations futures.**

**Théorie Ricardienne. Critique de cette théorie.**

L'étendue des emprunts contractés par les belligérants donne à l'heure actuelle une importance considérable au problème de la répartition de leurs charges entre la génération présente et les générations futures. Il faut distinguer sur ce point les emprunts extérieurs et les emprunts intérieurs; quant à ces derniers L. Einaudi s'exprimait ainsi : « Les emprunts internes demanderont à l'avenir seulement une distribution différente à l'intérieur, de la richesse produite annuellement, partie de laquelle sera payée par les contribuables aux créanciers de l'Etat. Mais si les impôts créés à cet effet sont équitablement répartis, et pour cela le plus grand effort devra être accompli, la masse totale de richesse qui dans l'avenir sera annuellement produite et dont bénéficieront les citoyens italiens ne sera pas diminuée de un centime par suite des emprunts de guerre. » C'est la reprise de la théorie Ricardienne, relative au fardeau de l'emprunt sur les générations futures, théorie qui déjà avant la guerre avait été développée par les professeurs italiens Di Viti di Marco, Einaudi, Tangorra. On peut la résumer ainsi : L'emprunt est fourni sur les richesses de la génération actuelle, et l'intérêt en sera payé sur le revenu de l'ensemble des richesses que cette génération transmettra à ses descendants.

Le service des intérêts grève le capital transmis, mais c'est bien le capital actuel qui supporte le poids de l'emprunt. En effet, si au lieu de contracter un emprunt on se procurait par l'impôt les mêmes ressources, les patrimoines transmis seraient diminués d'autant et donc peu importe de recevoir un capital net diminué du montant de l'impôt ou un capital brut grevé de la charge de l'emprunt.

Ainsi au point de vue unique, du fardeau imposé aux générations futures, les résultats de l'impôt et de l'emprunt sont les mêmes.

Les générations futures seront certainement moins riches, mais seulement parce qu'elles auront moins reçu, mais il est faux de dire qu'elles supporteront le poids des emprunts ; rien dans leur travail ou leur épargne ne sera atteint, de sorte qu'elles puissent dire que la charge des dépenses actuelles a été rejetée sur leurs épaules. Bien entendu, sous les conditions énoncées plus haut par le professeur Einaudi, si les impôts créés pour le service des intérêts sont équitablement répartis, c'est-à-dire s'ils frappent uniquement le montant des richesses actuelles telles qu'elles seront transmises aux descendants de la présente génération.

Au premier examen on est tenté d'accepter immédiatement ce raisonnement séduisant en théorie, mais dont la démonstration n'est possible qu'avec un exemple d'école, dont la simplicité ne fait point apparaître les phénomènes incidents qui en pratique tendent à la détruire. Le professeur Griziotti s'est attaché à démontrer la complexité réelle du problème par suite notamment de l'intervention des facteurs suivants :

1° Modifications survenant dans la population ;

2° Modifications de la richesse de la nation ;

3° Variations dans la législation fiscale.

Les résultats de son analyse sont les suivants : (1)

« On peut affirmer que l'impôt extraordinaire de guerre, comme instrument de politique fiscale tend à rendre maximum le sacrifice contributif actuel (minimum le sacrifice futur) d'une nation ou d'une classe sociale ; l'emprunt sert

---

(1) *La Diversa pressione tributaria del prestito e del imposta.* — Roma Athenaeum 1917, pages 51 et 52. Cité par JÈZE, *op. cit.* p. 158 (1920).



à rendre maximum la contribution des générations futures (et minimum le sacrifice de la génération présente), d'une nation ou d'une classe déterminée de contribuables pour le paiement des dépenses actuelles; en ce sens on peut dire que l'emprunt asservit l'avenir au présent. »

En France, d'ailleurs, d'une façon générale, personne ne met en doute que l'emprunt ait pour effet de faire supporter le poids d'une dette aux générations successives qui en paieront les intérêts.

**Influence des dettes sur les prix. — Opinion du professeur Cassel.  
Réaction sur les changes.**

Sans aller à nouveau rechercher si à tort ou à raison on a recouru à l'emprunt d'une façon trop considérable pendant la guerre, il suffit à présent de constater leurs effets et de conclure à la mise en action de tous les moyens propres à diminuer leur poids.

Mais parmi ces emprunts, il en est un genre particulièrement néfaste, l'utilisation du papier monnaie. Telle était sur ce point la déclaration économique du Conseil suprême, le 8 mars 1920 : « L'immense accroissement de la capacité d'achat de l'Europe que cette prodigalité ne fait que refléter a été déterminé par l'inflation du crédit et des signes monétaires pendant la guerre... Pour poursuivre la guerre et particulièrement dans les pays européens, chaque Gouvernement a trouvé nécessaire d'accroître le montant des signes monétaires en circulation. Ne pouvant se procurer les ressources suffisantes au moyen d'impôts ou d'emprunts alimentés par l'épargne, les Gouvernements ont été obligés d'avoir recours aux prêts des banques et à l'usage de la planche à billets. Un pouvoir de dépense supplémentaire a été ainsi placé entre les mains du public à une époque où la quantité de denrées acquérables se trouvait réduite. »

Le résultat de ce pouvoir d'achat supplémentaire s'est manifesté par la hausse des prix et les variations des changes. De l'examen superficiel des statistiques, il résulterait qu'il n'y a point concomitance entre l'accroissement de la circulation et la hausse des prix, mais comme le fait remarquer le professeur S. Nicholson, la hausse suit de quelques mois les nouvelles émissions. En effet, l'accroissement des signes monétaires et leur utilisation pour l'achat de denrées et marchandises dont les prix servent à calculer les « index numbers (1) » ne sont pas simultanés. D'autre part, si l'on calcule le pourcentage de l'augmentation de la circulation et des prix par rapport à 1913, il est naturel que les prix croissent plus rapidement que la circulation par suite de la diminution de la capacité de production due à la guerre et s'aggravant à mesure de sa prolongation ; c'est-à-dire que deux phénomènes ont influé sur les prix : d'un côté, accroissement du pouvoir d'achat, de l'autre, diminution de la production.

POURCENTAGES D'AUGMENTATION  
de la circulation et des prix (Rapport n° IV, conférence de Bruxelles)

| PAYS              | 31 Décembre 1919<br>Circulation active<br>en pourcentage de 1913 | 31 Décembre 1919<br>Prix de gros en pourcentage<br>des prix de 1913 |
|-------------------|------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|
| Royaume-Uni ..... | 250                                                              | 308                                                                 |
| France .....      | 387                                                              | 425                                                                 |
| Italie .....      | 649                                                              | 457                                                                 |
| Etats-Unis .....  | 173                                                              | 238                                                                 |

Il y a lieu de remarquer que, dans ce pourcentage de l'augmentation de la circulation, n'apparaît point le développement des crédits en banques tel qu'il s'est produit en Angleterre et aux Etats-Unis et qui a la même influence ; c'est ce qui explique dans ces pays la progression plus rapide des prix par rapport à celle de la circulation.

(1) L'Allemagne ne possède pas d'Index numbers.

# ACCROISSEMENT ANNUEL DE LA CIRCULATION ET DES PRIX

TABEAU I

Pourcentage des prix et des émissions de billets de banque 1913 = 100

| PAYS              | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1919 |
|-------------------|------|------|------|------|------|------|
| <i>France</i>     |      |      |      |      |      |      |
| Prix .....        | 116  | 169  | 206  | 309  | 358  | 429  |
| Bil. de banque.   | 117  | 233  | 292  | 391  | 530  | 652  |
| <i>Italie</i>     |      |      |      |      |      |      |
| Prix .....        | 101  | 170  | 234  | 365  | 437  | 457  |
| Bil. de banque.   | 129  | 181  | 227  | 366  | 499  | 667  |
| <i>Etats Unis</i> |      |      |      |      |      |      |
| Prix .....        | 100  | 101  | 124  | 176  | 196  | 214  |
| Bil. de banque.   | 101  | 109  | 124  | 151  | 157  | 172  |

Dans une certaine mesure la demande de moyens de paiement a pu servir de base à l'accroissement de la circulation et cette augmentation apparaît si l'on examine séparément la circulation pour le compte du commerce. Il a été nécessaire de l'élever pour la maintenir au niveau général des prix, mais il n'en est pas moins vrai que c'est sous l'influence des moyens artificiels d'achat mis à la disposition des Gouvernements que la hausse des prix s'est fait sentir.

On a parfois assuré que l'accroissement des signes monétaires ne pouvait exercer une influence suffisante sur la puissance d'achat totale de la Communauté capable de déterminer une hausse des prix et, en outre, que l'on ne pouvait faire absorber par le public plus de monnaie que la somme dont il avait besoin. Ces opinions trouvent leur réfutation la plus complète dans le passage suivant du professeur Cassel (1) : « Ces deux objections sont dans une certaine

(1) *Memorandum sur les problèmes monétaires du monde*, par Gustav Cassel, professeur d'économie politique à l'Université de Stockholm.

TABLEAU II

*Accroissement annuel des prix et des émissions de billets de banque  
(valeur relative en pourcentage)*

| PAYS               | 1914                                  | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 | 1919 |
|--------------------|---------------------------------------|------|------|------|------|------|
|                    | exprimé par rapport au pourcentage de |      |      |      |      |      |
|                    | 1913                                  | 1914 | 1915 | 1916 | 1917 | 1918 |
| <i>Royaume-Uni</i> |                                       |      |      |      |      |      |
| Prix .....         | 110                                   | 129  | 130  | 120  | 106  | 120  |
| Bil. de banque.    | 252                                   | 186  | 137  | 137  | 152  | 113  |
| <i>France</i>      |                                       |      |      |      |      |      |
| Prix .....         | 116                                   | 146  | 122  | 150  | 116  | 120  |
| Bil. de banque.    | 117                                   | 199  | 125  | 134  | 135  | 123  |
| <i>Italie</i>      |                                       |      |      |      |      |      |
| Prix .....         | 101                                   | 169  | 137  | 153  | 120  | 123  |
| Bil. de banque.    | 129                                   | 141  | 125  | 161  | 136  | 134  |
| <i>Etats Unis</i>  |                                       |      |      |      |      |      |
| Prix .....         | 100                                   | 101  | 123  | 142  | 111  | 109  |
| Bil. de banque.    | 101                                   | 108  | 114  | 121  | 104  | 110  |

mesure exactes, mais une quantité de monétaire nouvellement créé mise entre les mains d'un acheteur empressé comme l'est un Gouvernement faisant la guerre, augmente très certainement la capacité d'achat de celui-ci sans retirer à d'autres une puissance d'achat correspondante.

« Ainsi une certaine hausse des prix aura lieu pour rétablir l'équilibre entre la puissance d'achat de la Communauté exprimée en monétaire et le total existant des produits à payer et des services à rémunérer. Il n'est pas possible au point de vue théorique de prédire quelle sera la hausse des prix, mais il suffit de savoir qu'obligatoirement une émission artificielle de monétaire sera suivie d'une hausse générale des prix. Vu le nouveau niveau des prix, les besoins du public en monétaire circulant auront augmenté en proportion de la hausse des prix qui s'est produite, ainsi cette quan-

tité de monétaire supplémentaire restera en circulation. » Comme il le fait remarquer ailleurs, les mêmes résultats se produisent lorsque l'Etat, sous une forme quelconque, dépense pour la guerre plus qu'il ne peut se procurer sous forme d'épargne réelle. Le docteur Bruins, recteur de l'Université commerciale de Rotterdam, compare exactement la marche du phénomène à « une spirale ascendante le long de laquelle montent les prix et les revenus et que ceux-ci continuent à suivre tant que les facteurs fondamentaux (la relation déséquilibrée entre la production et la consommation) continuent à être apparents ».

La réaction de l'accroissement artificiel de la puissance d'achat, créée par les Gouvernements pour financer la guerre, sur les changes étrangers, apparaît aujourd'hui comme indiscutable.

COMPARAISON DE L'EXPANSION DE LA CIRCULATION  
AVEC LE TAUX DES CHANGES A LONDRES

| PAYS                      | EXPANSION<br>DE<br>LA CIRCULATION  |                                        | TAUX DU CHANGE<br>A LONDRES<br>EN POURCENTAGE<br>PAR RAPPORT AU PAIR |                          |
|---------------------------|------------------------------------|----------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|--------------------------|
|                           | Comparé<br>avec 1913<br>1913 = 100 | Proportionnelle<br>Angleterre<br>= 100 | A la date<br>indiquée<br>à la 1 <sup>re</sup> colon.                 | Au<br>7 novembre<br>1919 |
| Etats-Unis (août 1915)... | 171                                | 70                                     | 86,4                                                                 | 85,3                     |
| Grande-Bretagne .....     | 244                                | 100                                    | »                                                                    | »                        |
| France (septemb. 1919).   | 375                                | 153                                    | 137,6                                                                | 148,0                    |
| Italie (mai 1919) .....   | 435                                | 178                                    | 150,4                                                                | 183,5                    |
| Allemagne (octobre 1919)  | 875                                | 359                                    | 435,1                                                                | 707,3                    |

Extrait de *Statments of production, Price movements and currency expansion in certain countries and*, 434 novembre 1919. Currency after the war, *op. cit.*, p. 253.

L'inflation donne lieu d'abord à une réaction psychologique de même ordre, par exemple, que celle causée par les



événements militaires; ainsi en Hollande où les changes n'étaient point soumis à des mesures spéciales, on pouvait voir durant l'offensive allemande de 1918, les 100 marks monter à 41 florins 90 pour retomber au moment de son échec à 30 florins 90, parallèlement le franc tombait à 33 florins 90 et remontait à l'armistice à 44 florins 05.

Il faut ajouter à ces influences, celles de la balance des comptes d'abord et dans une certaine mesure aussi de la spéculation. On ne peut songer en effet à considérer la balance des comptes comme le seul régulateur des cours du change; et, avec des balances des comptes équilibrés, la base du change est le rapport des puissances d'achat des diverses monnaies intérieures.

#### **Effets généraux de l'accroissement de la circulation.**

Les effets généraux de la politique financière d'un Gouvernement qui continue à financer ses dépenses soit au moyen de crédits en banque, d'émission de papier monnaie, soit par tout mode d'emprunt qui n'est pas basé sur l'épargne réelle, sont les suivants :

1° Les prix continueront à augmenter parallèlement à la circulation.

2° Une taxe proportionnelle indirecte continue par ce système à être perçue sur le revenu des citoyens.

3° Les personnes recevant des traitements et salaires voient leur revenu réel diminuer continuellement, d'où effort quelquefois violent pour réadapter les traitements et salaires avec le prix croissant de la vie.

4° Une partie du revenu réel est sans cesse transféré des détenteurs d'obligations produisant un intérêt fixe aux porteurs d'actions ordinaires comportant des dividendes.

5° L'insécurité ajoutera de nouvelles difficultés dans les

transactions avec l'étranger et le change pourra se déprécier dans une proportion plus grande que la monnaie à l'intérieur (1).

Le simple arrêt de cette politique n'est même point suffisant; faute d'appliquer les remèdes convenables, le courant de la dépréciation peut continuer de son propre élan même après la suppression de sa cause initiale.

Comme remède à ces maux, fruits de la guerre, quelles sont les mesures que l'on peut envisager? De nombreux systèmes ont été proposés, aucun n'a été appliqué; cependant, parmi eux, il en est qui méritent d'être résumés soit pour leur valeur, soit pour l'originalité de leur conception.

## II. — Théories et projets de liquidation

### La Théorie de la Dévaluation et le retrait du papier monnaie.

La théorie de la dévaluation de la monnaie a été étudiée par le professeur Bruno Mall, de l'Université de Kiel, auteur de la « Logik des Geldes » 1916. « Die modernen Geldtheorien und die Politik der Reichsbank » 1917, « Staatsbankrott und währungsbankrott » 1919. L'analyse a été publiée dans l'*Economista* du 11 avril 1920.

Lorsque les limites aux possibilités financières ont été atteintes, on doit se demander si le passage à une nouvelle assiette du système monétaire est possible, et peut s'accomplir au travers d'une banqueroute du papier monnaie. On se représente généralement la banqueroute d'Etat d'une façon obscure, et ce qui apparaît aux yeux du public comme une conséquence inévitable, c'est l'annulation des dettes publiques, l'effondrement des établissements de cré-

---

(1) Mémoire du professeur A. C. Pigou, professeur d'économie politique au King's College Cambridge.

dit, l'arrêt de l'industrie et l'appauvrissement de toutes les classes sociales. C'est une erreur ou une exagération. Si l'on considère, par exemple, le cas de l'Allemagne, en présence de la circulation vicieuse qui détermine l'augmentation des salaires, l'augmentation de la puissance d'achat, l'accroissement de la demande des marchandises et de la monnaie, l'exagération des prix qui résulte elle-même des mêmes causes, on doit s'attendre finalement à une dépréciation complète du moyen circulant. Arrivé à ce point, le remède serait inutile et c'est alors que l'on souffrirait d'un effondrement de l'économie publique et privée. Devant le problème ainsi posé, le professeur Mall examine le meilleur parti qui reste à prendre. Le principe qui s'impose, dit-il, à première vue est celui de la dévaluation du papier monnaie, de son retrait, de sa conversion en monnaie nouvelle. Mais les objections élevées par l'auteur allemand sont nombreuses et le tableau des résultats probables n'est point encourageant : seraient frappés, tous les possesseurs de monnaie, de crédit ou de dettes estimables en monnaie, tous ceux qui déposèrent dans les Caisses d'épargne le produit de leurs économies, ou ceux qui payèrent durant de longues années les montants d'une prime d'assurance en bonne monnaie. Si l'on soutient que la dépréciation est un fait avéré et que sa consécration légale n'est que la sanction d'un état de chose existant, comment peut-on espérer trouver la valeur exacte que l'on devra attribuer aux billets. Les changes sont variables chaque jour et dans chaque pays, en admettant même qu'ils représentent exactement la mesure de la dépréciation, alors que, cependant, ils ne sont pas soumis au seul facteur de la circulation, une discrimination scientifique du degré de puissance des diverses raisons qui déterminent la hausse des prix, est impossible pour fixer exactement la puissance d'achat actuelle de la monnaie. Comment donc oser entreprendre, sans fondements précis,

une opération aussi vaste que la dévaluation de la monnaie?

D'autre part, une telle décision enlèverait définitivement aux créanciers de l'Etat l'espérance en un relèvement du papier monnaie; mais il s'agit de savoir si le relèvement est possible, oui, répond B. Mall; le meilleur moyen consiste pour cela dans le retrait de la circulation d'une partie considérable du papier monnaie. Malgré les injustices inévitables qui en seront la suite, cet expédient sera encore moins cruel que la banqueroute du papier monnaie. Cette mesure frappera plus durement ceux qui ont contracté en monnaie dépréciée, et d'un autre côté avantagera ceux qui, durant la guerre, auront acquis des biens fonciers ou mobiliers, mais ceci porte en soi son remède et, comme dit Mall: « Dans un temps où l'expropriation en une seule fois de fractions de patrimoine (Reichsnotopfer), comme une autre charge des classes possédantes, est vivement saluée par les masses comme « populaire et social », on n'épargnera pas celui qui, durant la guerre, a pu transformer ses capitaux disponibles en maisons, mobiliers luxueux, bijoux, etc. »

Ainsi après ce sacrifice on pourrait espérer l'arrêt du renchérissement artificiel dans la mesure où l'inflation en est la cause, l'amélioration des changes et la reprise d'un commerce normal avec l'étranger, et un soulagement aux dépenses de l'Etat. En présence de ces avantages, qu'importe si le retrait partiel du papier monnaie porte atteinte au bien-être de quelques citoyens, qu'est-ce en considération du « sauvetage économique de millions de pauvres petites existences fondées sur la possession d'une poignée de papier monnaie, ou de petits crédits dans les caisses d'épargne, sur les petites rentes ou pension. »

D'après B. Mall, le retrait partiel du papier monnaie pourrait être combiné soit avec une réduction immédiate et

modérée des intérêts de la dette consolidée, soit avec une conversion forcée dans une certaine limite. Ses conséquences seraient en tout cas moins pénibles pour les porteurs de titres d'emprunt de guerre que celles qui résulteraient d'une dévaluation indéfinie des instruments monétaires.

Les mesures précitées jointes à un impôt sur le capital constitueraient en somme une expropriation partielle (1).

#### **Projet Hoffmann sur la revision et la conversion des dettes de guerre.**

Une sorte de dévaluation des dettes a été envisagée par M. R. Hoffman (2), basée sur la revision et la conversion en francs suisses de toutes les dettes de guerre. Certains économistes, dit-il, se rendant compte de la situation, ont cru devoir préconiser une sorte de concordat et réduire dans une proportion déterminée toutes les dettes : « Nous estimons que le premier acte économique de la Société des Nations ne saurait consister à conseiller aux peuples qui la composent un manquement aux engagements pris, nous croyons que son rôle l'oblige à considérer les engagements comme devant rester intangibles, mais elle aurait le devoir d'empêcher que nationaux et étrangers abusant de la lettre ne faussent l'esprit des contrats d'emprunt. »

Que représentent les dettes de guerre ?

« L'actif d'un pays est en majeure partie composé de

---

(1) Au sujet de l'annulation des emprunts de guerre allemands W. Buerklein : « Die Deutsche Finanzlage beim Friedensschluss » : « Um sich nicht, mit dem ancien regime, zu identifizieren hatten zu Beginn der Revolution, die Träger der neuen politik die Annulierung der Kriegsanleihe, unter abfindung der kapital-schwächeren Besitzer als ein bequemes Mittel zur durchgreifenden schuldtilgung gefordert, und auch aus dem Lager der Feinde ist gelegentlich dieser Ruf erschollen. Ernstlich wurde dieses Heilmittel aber bisher noch nicht diskutiert. Unsere Kriegsanleihe sind Volkanleihe... »

(2) Projet en vue d'instituer une Régie financière sous le contrôle de la Société des Nations, par R. Hoffman.



biens matériels et de sa puissance de travail quel que soit l'étalon qui serve à l'énoncer; le rapport entre l'actif des différents pays reste constant si rien ne vient détruire les biens matériels et diminuer la puissance de travail. Il n'en est pas de même des dettes qui énoncées en un signe monétaire suivent toutes les vicissitudes de ce dernier et dont l'importance croît avec la hausse du signe monétaire. Presque tous les belligérants ont emprunté en monnaie dépréciée et il serait non seulement inéquitable mais absolument illusoire d'espérer qu'ils soient à même de rembourser en monnaie saine. La dépréciation des étalons nationaux a suivi des courbes différentes suivant les pays et les époques, de sorte que si l'on veut, sur une base internationale, se rendre un compte exact des charges de ce pays, il faut adopter une commune mesure dont on a pu observer la constance pendant la période envisagée; nous estimons que le franc suisse peut servir d'étalon à cet effet. »

La dépréciation de la monnaie empêche de percevoir actuellement toute la nécessité de cette mesure. La stabilisation de la dépréciation intérieure et de la dépréciation internationale des monnaies une fois réalisée, les dettes de guerre pèseront de tout leur poids sur les exportations et « le volume de ces dernières se trouvera constamment comprimé par toute hausse du signe monétaire, une valeur plus grande du signe monétaire faisant en effet croître les charges de la dette en proportion ».

Ceci explique pourquoi les Gouvernements ont intérêt à conserver une monnaie dépréciée et toute restauration de la monnaie se heurte à l'aggravation du poids des dettes qui en résulte, c'est donc de ce côté qu'il y a lieu tout d'abord de diriger ses efforts.

Après avoir été soumises à l'estampillage, les rentes continueraient à être payées en monnaie nationale mais au cours du change avec la Suisse et cette mesure ne saurait

être préjudiciable puisqu'elle assurera à chacun la même puissance d'achat et la même garantie de jouissances qu'au paravant et d'un autre côté les signes monétaires en circulation diminueront et leur valeur croîtra dans la même proportion.

Les chiffres des dettes seraient ainsi proportionnés à la force contributive de chacun des pays en ne représentant plus par tête d'habitant en 1919 que le montant suivant :

|                 |               |                |               |
|-----------------|---------------|----------------|---------------|
| France.....     | 3.000 francs. | Amérique.....  | 1.490 francs. |
| Angleterre .... | 4.000 —       | Allemagne .... | 4.000 —       |
| Italie .....    | 700 —         | Autriche ..... | 3.000 —       |

Les calculs pour l'application du système de M. Hoffman ont été faits par le docteur Joehr, directeur du Crédit Suisse. Ces calculs effectués en 1919 ne sont plus exacts, mais conservent leur valeur indicative. ( Voir annexes I, II, III.)

Quarante années seraient suffisantes pour permettre l'extinction des dettes de guerre qui serait accomplie au moyen d'un amortissement fonctionnant par les soins d'une régie financière sous les auspices de la Société des Nations. Il est inutile d'insister sur les modalités de cette dernière opération. La Société des Nations n'existe point en fait et aucun Etat ne permettrait en outre à un organisme financier international de se mêler de ses affaires et encore moins de percevoir des taxes en douane ou ailleurs, même si en principe il devait en retirer le maximum d'intérêt. Reste donc à envisager seule la première partie du projet, la conversion des dettes de guerre. Deux graves objections lui sont opposables; comme on l'a vu au sujet de la dévaluation il n'existe point de mesure exacte de la dépréciation. Les changes ne peuvent en déterminer à eux seuls l'étendue réelle, et leurs variations dans le temps et dans les différents pays ne donnent aucune certitude. Enfin surtout, il est peu probable, contrairement à ce que pense M. Hoffman,

ANNEXE I

FRANCE

*Emprunts en milliards.*

| DATE             | Nominal<br>en francs<br>français | Nominal<br>à l'étalon | Rendement<br>en francs<br>français | Rendement<br>réel<br>à l'étalon | Cours |
|------------------|----------------------------------|-----------------------|------------------------------------|---------------------------------|-------|
| 1915             | 15.2                             | 13.5                  | 13.307                             | 11.975                          | 0.90  |
| 1916             | 11.5                             | 10                    | 10.082                             | 8.771                           | 0.87  |
| 1917             | 14.8                             | 11.840                | 10.171                             | 8.136                           | 0.80  |
| 1918             | 30.7                             | 23                    | 21.743                             | 16.300                          | 0.75  |
| 1920             | 23                               | 8                     | 15.730                             | 5.280                           | 0.33  |
| Cours moyen 0.70 |                                  |                       |                                    |                                 |       |

Les dettes effectives, d'après le Dr Joehr (sommes dépensées), sont de 146,346 milliards, il resterait donc à se procurer 74 milliards effectifs pour balancer les comptes ; si les émissions ont lieu dans les mêmes conditions que précédemment, cela représente au nominal 100 milliards. Nous préconiserions la souscription avec conversion sur la base de franc 0.50 suisse. Les titres seraient de 100 francs français estampillés à 50 fr. suisses. Cette mesure aurait pour effet d'engager les créanciers étrangers à souscrire un titre rendant des intérêts, sur la base de 0.50 suisse, cela allègerait et consoliderait les dettes particulières de la France à l'étranger et par répercussion ramènerait le change à 0.50 immédiatement.

Les nationaux n'y perdraient rien puisqu'ils toucheraient sur cette base exactement le même coupon que si ce titre n'était pas estampillé. Le commerce et l'industrie trouveraient en souscrivant l'avantage de se libérer en titres de rentes pour les achats à l'étranger ou tout moins au la possibilité de se faire ouvrir des crédits en banque en déposant ces titres internationalisés.

ANNEXE II  
ALLEMAGNE

*Emprunts en milliards. — Ces emprunts ont été émis à 98 % environ du nominal*

| Emprunts              | Rendement effectif<br>en marks | Cours | Rendement<br>à l'étalon |
|-----------------------|--------------------------------|-------|-------------------------|
| 1 <sup>er</sup>       | 4.480                          | 1.17  | 5.241                   |
| 2 <sup>me</sup>       | 9.106                          | 1.10  | 10.016                  |
| 3 <sup>me</sup>       | 12.162                         | 1.09  | 13.256                  |
| 4 <sup>me</sup>       | 10.767                         | 0.93  | 10.013                  |
| 5 <sup>me</sup>       | 10.698                         | 0.92  | 9.842                   |
| 6 <sup>me</sup>       | 13.122                         | 0.79  | 10.366                  |
| 7 <sup>me</sup>       | 12.256                         | 0.65  | 7.966                   |
| 8 <sup>me</sup>       | 14.766                         | 0.85  | 12.551                  |
| 9 <sup>me</sup>       | 10.432                         | 0.70  | 7.302                   |
|                       | 97.789                         |       | 86.553                  |
| Nominal 100 milliards |                                |       |                         |

Les sommes à consolider effectivement se montent encore à 80 milliards, dont nous préconisons la conversion à l'étalon suisse sur la base de 0.30 (cours actuel 0.09). Les créanciers étrangers souscriraient pour les mêmes raisons que celles indiquées à l'annexe I et les cours monteraient immédiatement à 0.30 ; mêmes possibilités que celles indiquées à l'annexe I.

ANNEXE III

*Dette des Etats, supposés associés, à la Régie financière  
sur les données de M. le Dr Joehr, réduites en francs suisses sur la base des annexes I et II,  
estimation pour les autres.*

| ETATS                                    | Nominal au pair<br>en milliards | Francs suisses |
|------------------------------------------|---------------------------------|----------------|
| France.....                              | 146                             | 116            |
| Angleterre.....                          | 180                             | 160            |
| Italie.....                              | 70                              | 28             |
| Belgique.....                            | 15                              | 10             |
| Neutres.....                             | 10                              | 10             |
| Etats-Unis.....                          | 147                             | 147            |
| Allemagne.....                           | 180                             | 110            |
| Autriche-Hongrie et com-<br>posants..... | 80                              | 24             |
|                                          | 828                             | 605            |

que la masse des porteurs des titres d'emprunts comprennent l'utilité de cette mesure et son innocuité ; elle serait très impopulaire, serait confondue avec une banqueroute partielle pour le plus grand préjudice de l'Etat auquel ses nationaux ne feraient plus confiance. Les belligérants ont contracté en monnaie dépréciée c'est certain, puisque les nécessités le leur ont imposé, il ne leur reste plus qu'à se libérer avec la même monnaie.

**Inutilité de nouveaux emprunts,  
déclarations de MM. A. Chamberlain et C. Glass.**

En vue de restaurer les finances, d'autres propositions ont visé à assainir la circulation, à consolider la dette flottante au moyen de nouveaux emprunts. Il est inutile de songer à y procéder dans les pays intéressés, puisque tout emprunt non basé sur l'épargne réelle est aussi nuisible qu'une nouvelle émission de billets ; il faudrait recourir à des emprunts extérieurs soit de Gouvernement à Gouvernement, ou à une émission internationale. L'opinion sur ce point de M. Austen Chamberlain est très claire : « Le Gouvernement est frappé de la futilité de tous les essais ayant recours à une série de nouveaux emprunts à l'intérieur pour couvrir le déficit des dépenses courantes soit sous la forme d'emprunts extérieurs consentis d'un Gouvernement à un autre. Le Gouvernement anglais s'est interdit à lui-même tout emprunt futur... Enfin il est décidé à ne pas accorder de nouvelles avances aux autres Gouvernements lesquelles entraîneraient soit de nouveaux emprunts de la part de ces pays, soit une augmentation des impôts frappant nos nationaux. (Réponse du Chancelier de l'Echiquier au mémoire qui lui a été présenté le 15 janvier 1920 sur les mesures à prendre pour améliorer la situation financière internationale. *Times* 12 février 1920.)



Le Secrétaire d'Etat à la Trésorerie fédérale, M. C. Glass, est du même avis en ce qui concerne les emprunts extérieurs; il leur attribue les mêmes conséquences que M. Chamberlain et réfute ces procédés qui ne peuvent qu'éloigner la solution du problème. D'ailleurs, quant au concours du Gouvernement américain ou du peuple des Etats-Unis, au cas où on serait tenté malgré tout d'y recourir, il ne faut pas y compter. Il ne croit pas davantage à l'efficacité des remèdes internationaux :

« L'émission d'obligations internationales, les garanties internationales, les mesures internationales à l'effet de stabiliser le change, sont absolument impraticables, aussi longtemps qu'il existe des systèmes fiscaux inégaux et des politiques nationales financières différentes, dans les différents pays intéressés. Dès que ces inégalités auront disparu, les expédients ne seront plus nécessaires. » (Lettre à M. Homer L. Ferguson, président de la Chambre de Commerce des E. U. A.)

Ainsi le nombre des solutions se restreint, mais si l'on veut arriver à trouver celle qui sera capable d'apporter une amélioration, il s'agit de ne point oublier que l'origine des difficultés financières des nations se trouve dans le fait que durant la guerre les peuples ont consommé plus qu'ils n'ont produit ou épargné.

Tout système qui ne s'inspirera point de ce principe ne fera qu'aggraver la situation. L'Etat continue actuellement à absorber la majeure partie de l'épargne dans la plupart des pays; le poids trop considérable des mesures fiscales nouvelles risque d'arrêter le développement économique; les entreprises industrielles et commerciales sont obligées de dépenser en impôts les fonds qui auraient pu alimenter leurs besoins en capitaux nouveaux, il leur faut s'adresser au public auprès duquel on a peu de chance de trouver satisfaction et finalement aux banques, dont on obtient des

crédits à un taux d'escompte relativement faible, qui ne correspond pas à la rareté du capital absorbé par des dépenses de guerre. Le développement de ces crédits amène la création de nouveaux moyens d'achats artificiels et concourt à la détérioration de la circulation.

La consommation incessante de l'épargne de la nation sous forme d'impôt ou d'emprunt, a une influence désastreuse sur l'offre du capital nécessaire au commerce et à l'industrie et peut créer une situation telle, que des extensions arbitraires du crédit deviennent pour la Communauté la seule issue possible.

---

## CONCLUSION

---

Après l'examen des considérations précédentes doit-on conclure, en désespoir de cause, à l'inutilité de tout effort pour sortir de l'embarras où la plus injuste des guerres a plongé la France? Le pessimisme ne peut être admis et l'on doit faire confiance au pays, dont la ténacité et l'héroïsme en guerre, ont fait l'admiration du monde. Actuellement, il faut regarder en face le problème avec la ferme résolution d'y apporter une solution. Cette solution existe; les dépenses ont dépassé les moyens réels du pays, aucune méthode arbitraire, aucun remède compliqué ne sauraient, par un jeu d'écriture, remplacer les milliards dissipés dans la fumée des batailles. Ni l'emprunt, ni le crédit, pas plus que la confiscation partielle des patrimoines ne nous les feront retrouver.

Malgré les pertes considérables que la France a subies, il lui reste un sol riche, une industrie qui redemande à être prospère, un peuple généreux. Le travail et l'économie sont les seules perspectives vers lesquelles on peut se tourner sans risquer de désillusions.

Le Travail ne doit pas être confondu avec la fièvre de spéculation qui, depuis la guerre, a suscité puis dévoré tant de nouvelles entreprises.

Actuellement une crise mondiale apporte de nouvelles difficultés, le Gouvernement doit y veiller. Il faut encourager le travail et favoriser ceux qui en contribuant au réta-

blissement de la fortune privée, contribuent en même temps à l'enrichissement de la nation.

Une sévère économie est également nécessaire. Economie publique d'abord; les budgets prochains devront être entièrement équilibrés par des ressources ordinaires. Il faut que les administrations sachent au besoin s'imposer elles aussi des privations.

Economie privée ensuite; que tous les citoyens sachent qu'ils n'ont pas le droit d'ignorer la détresse actuelle; que ceux qui seraient tentés de l'oublier soient frappés d'impôts justes et nécessaires.

Le grand devoir du législateur consiste à prendre les mesures indispensables pour assurer, libre de toutes entraves, le large développement économique du pays, à prévoir les débouchés qu'implique l'écoulement rémunérateur de la production, à se procurer les ressources qui lui sont nécessaires par une politique fiscale prudente qui ménagera l'épargne nationale et frappera les profits du travail et du capital.

Lorsque ces conditions auront été réalisées la solution du problème sera proche; un amortissement rigoureux devra être poursuivi et la Dette de guerre, dans un demi-siècle, pourra avoir cessé d'exister.

---

VU : *Le Président de la thèse.*  
Montpellier, le 31 mai 1921.  
JULES VALÉRY.

VU : *Le Doyen.*  
Montpellier, le 31 mai 1921.  
JULES VALÉRY.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :  
Montpellier, le 31 mai 1921.  
*Le Recteur,*  
JEAN COULET.

# TABLE DES MATIÈRES

---

|                    |       |
|--------------------|-------|
| BIBLIOGRAPHIE..... | V-VII |
|--------------------|-------|

## INTRODUCTION

### Définition du crédit. — Caractéristique et limite du crédit de l'Etat en temps de guerre.

#### I. — THÉORIE GÉNÉRALE DES EMPRUNTS DE GUERRE

|                                                                               | Pages |
|-------------------------------------------------------------------------------|-------|
| Moyens dont dispose l'Etat pour financer la guerre. — Impôts ou Emprunts..... | 4     |
| Emprunts volontaires ou emprunts forcés.....                                  | 8     |
| Moyens de Trésorerie.....                                                     | 10    |
| Emprunts amortissables.....                                                   | 12    |
| Emprunts à long terme et perpétuel.....                                       | 14    |
| Papier monnaie et billets de banque.....                                      | 18    |

#### II. — LA POLITIQUE FINANCIÈRE ET LA DETTE PUBLIQUE A LA VEILLE DES HOSTILITÉS

|                                                                                                                         |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Situation déficitaire en France. — Manque de sincérité budgétaire. — Opinions de MM. Aymond et Ribot.....               | 23 |
| Etat de la Trésorerie. — Dette flottante, amortissable, consolidée.....                                                 | 27 |
| Emission à la veille des hostilités de l'emprunt 3 1/2 % amortissable.....                                              | 30 |
| Manque de préparation financière et fiscale de l'Italie.....                                                            | 36 |
| Dépression causée par la crise de 1907. — Charges de la guerre de Lybie — Déficit pendant la période de neutralité..... | 37 |
| Situation de la Dette publique de l'Italie.....                                                                         | 39 |



|                                                                                                                                                                |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Les trois budgets d'avant guerre de l'Angleterre. — Exposé financier du 14 mai 1914 de M. Lloyd George. — Les accroissements de dépenses et leurs causes. .... | 40 |
| Situation de la Dette publique anglaise. ....                                                                                                                  | 44 |
| Situation budgétaire allemande en 1912-1913. — Caractéristique des fonds publics allemands. — Situation de la Dette publique. ....                             | 44 |
| Préparatifs financiers d'avant guerre en Allemagne. ....                                                                                                       | 48 |

## PREMIÈRE PARTIE

### La politique financière et les emprunts durant la guerre

#### CHAPITRE PREMIER

#### *La politique financière*

##### I. — Première phase de la politique française.

|                                                                                                                                                                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Pouvoirs conférés au Gouvernement pour la création de ressources extraordinaires. — Justification de cette politique par la situation économique. — Crise du marché financier. — Exposé de M. Ribot. .... | 53 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|

##### II. — Première phase de la politique allemande.

|                                                                                                                                                                                                                                                                                    |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Exposé de M. Hellferich. — Inutilité des impôts. — Recours à la Dette flottante avec consolidation tous les 6 mois. — Opposition de la politique anglaise et de la politique allemande. — Danger de cette politique. — Moyens pour masquer le déficit. — Opinion de M. Wirth. .... | 64 |
| Raisons économiques permettant en Allemagne l'émission immédiate d'un grand emprunt de guerre. ....                                                                                                                                                                                | 70 |

##### III. — Première phase de la politique italienne.

|                                                                                                                                                                                                          |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Effort fiscal immédiat. — Principe d'assurer les recettes pour couvrir les arrérages des emprunts. — Manque de programme général. — Conséquences de 12 mois de neutralité sur l'économie italienne. .... | 72 |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|

IV. — La méthode anglaise.

|                                                                                                                                                                                                                                                                   |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Recours à l'emprunt dans la mesure où l'impôt ne peut suffire. — Exposés de MM. Lloyd George, Mac Kenna et Bonar Law. — La situation économique de l'Angleterre. — Critique de la politique anglaise, opinion de M. Hartley Withers dans <i>l'Economist</i> ..... | 79 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|

V. — Nouvelle orientation de la politique française en 1916.

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Exposé de M. Ribot, le 18 mai 1916. Essai d'effort fiscal. Nécessité de recourir à l'emprunt. La moitié des charges de la dette au 13 décembre 1916 n'est pas couverte par des ressources normales. Politique de M. Klotz, en 1917, adoption de nouveaux projets fiscaux. — Proportion des ressources ordinaires avec les emprunts.. | 91 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|

|                                                                                                                                                                        |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Critique de la méthode française. Raisons économiques la justifiant. Exposés du Gouverneur de la Banque de France. — Exposé de M. Raoul Péret. — Les conséquences..... | 100 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|

VI. — Nouvelle phase de la politique allemande.

|                                                                                                                                                                                                                         |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Abandon de la politique de M. Hellferich. — Exposé de M. de Rœdern, le 1 <sup>er</sup> décembre 1917. — Opinion de la presse allemande. — Proportion des recettes ordinaires avec la Dette flottante et consolidée..... | 116 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|

VII. — Nouvelle phase de la politique italienne, en 1917.

|                                                                                                                         |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Recours exagéré aux billets. — Justification par M. Nitti. — Proportion des recettes ordinaires et extraordinaires..... | 125 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|

CHAPITRE II

*Les Emprunts de Guerre à court terme.*

I. — France.

|                                                                                                                |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Avances des Trésoriers Payeurs Généraux, mesures adoptées pour les rendre plus abondantes.....                 | 133 |
| Création des Bons de la Défense Nationale, leurs avantages, leurs résultats. — Critique de cette émission..... | 135 |
| La Dette flottante contractée à l'extérieur.....                                                               | 151 |

|                                                                                                                  |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Danger de la Dette flottante.....                                                                                | 154 |
| Pratique de l'emprunt forcé au moyen des Bons du Trésor.....                                                     | 157 |
| Les Obligations de la Défense Nationale, Modalités. — Avantages et résultats de cette émission.....              | 157 |
| L'emprunt franco-anglais aux Etats-Unis. — Avances du Consortium des Banques et de la Trésorerie Américains..... | 161 |

## II. — Italie.

|                                                                                             |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Emissions de Bons du Trésor. — Modalités et résultats. — Mesures de Consolidation.....      | 168 |
| Emprunts extérieurs sous forme de Bons spéciaux et avances de la Trésorerie Américaine..... | 174 |

## III. — Angleterre.

|                                                                                                                                                                                                    |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Importance des émissions de Treasury bills en Angleterre. — Méthode de placement. — Discussion sur le danger de la Dette flottante.....                                                            | 178 |
| War Savings et War expenditure certificates. — Emissions d'Exchange Bonds. — Attitude du Chancelier Mac Kenna et de Sir F. Baubury.....                                                            | 183 |
| Nationals War Bonds. — Modalités, importance du résultat indiqué par M. Bonar Law, le 1 <sup>er</sup> août 1918.....                                                                               | 186 |
| Les emprunts extérieurs anglais nécessités par la baisse de la liv. st. — Opinion de la Presse. — Réquisition des titres Américains ou neutres, modalités et résultats des emprunts extérieurs.... | 190 |

## IV. — Allemagne.

|                                                                                                                                                                                                                               |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Combinaison en Allemagne de l'emprunt à court terme et des émissions de la Reichsbank. Placement des Bons et mouvement à l'époque des grands emprunts. — Situation difficile de la Reichsbank résultant de cette méthode..... | 194 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|

## CHAPITRE III

### *Préparation des emprunts de guerre à long terme et perpétuels*

#### PRINCIPES GÉNÉRAUX

##### I. — Préparation du marché financier.

|                                                                       |     |
|-----------------------------------------------------------------------|-----|
| La propagande, en France, en Allemagne, en Italie, en Angleterre..... | 204 |
|-----------------------------------------------------------------------|-----|

|                                                                    |     |
|--------------------------------------------------------------------|-----|
| La réorganisation du marché — Suspension des opérations. —         |     |
| Mesures de liquidation. — Situation des établissements de Crédit . | 209 |

## II. — Ressources du marché monétaire.

|                                                                   |     |
|-------------------------------------------------------------------|-----|
| Accroissement des dépôts en banque.....                           | 221 |
| Disponibilités des Caisses d'épargne et coopératives de crédit en |     |
| Allemagne.....                                                    | 226 |
| Origine de ces ressources, bénéfices de guerre, extension de la   |     |
| circulation.....                                                  | 228 |

## CHAPITRE IV

### *Technique générale des emprunts.*

#### I. — Modalités de paiement et admission à la souscription des titres à court terme et des rentes précédemment émises.

##### FRANCE

|                                                                                                                                                                                                                                                           |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Autorisation de retrait des dépôts de Caisses d'épargne. — Reprise du 3 % et du 3 1/2 %, des Bons et Obligations de la Défense Nationale. — Désaccord sur l'admission des coupons. — Acceptation des coupons Russes en paiement du quatrième emprunt..... | 231 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|

##### ANGLETERRE

|                                                                                                                                                                                      |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Effet de l'émission du premier War Loan sur le cours des consolidés. — Leur admission au War Loan en 1915. — Conversion des premier et deuxième emprunts en titres du troisième..... | 240 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|

##### ITALIE

|                                                                                                                                                                                                             |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Admission des Bons à court terme. — Aucune mesure en faveur du consolidé 3.50 %. — Situation remarquable de ce fonds d'Etat. — Conversions successives des emprunts à long terme émis durant la guerre..... | 243 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|

##### ALLEMAGNE

|                                                                                                                                                                             |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Importance des apports en Bons du Trésor. — Controverse sur les Bons spéciaux. — Conversion des grands emprunts; à partir du sixième, peu d'étendue de ces conversions..... | 249 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|

#### II. — Rôle des Banques d'émission, des Etablissements de crédit, des Caisses d'épargne, des Coopératives de Crédit, des Caisses de prêts de Guerre.

|                                                                                                                                                                                                          |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Rôle de la Banque de France et de la Banque d'Angleterre. — Consortium bancaire Italien. — Rôle des établissements de Crédit. — Avantages accordés par l'Institut National des assurances en Italie..... | 252 |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|

Opinion du comte de Røedern sur le caractère des emprunts allemands. Rôles des Caisses d'épargne, des Coopératives de crédit. — Activité en faveur des emprunts des établissements ordinaires de Crédit. — Concours des Compagnies d'assurances. — Les Darlehnskassen, facilités accordées à l'occasion des emprunts..... 260

## CHAPITRE V

### *Liquidité des titres d'emprunts de guerre.*

|                                                                                                                                                                                              |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Promesses et projets du Président de la Reichsbank.....                                                                                                                                      | 269 |
| Fonds d'intervention en France, en Angleterre, en Allemagne.....                                                                                                                             | 270 |
| Paiement en titres d'emprunts en France et en Allemagne des contributions sur les bénéfices de guerre, et en Angleterre sur les droits de successions. — Disposition spéciale en Italie..... | 276 |

## CHAPITRE VI

### *Modalités et résultats des emprunts.*

#### I. — Modalités des emprunts.

|                                                                                                                                                                                                    |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Taux de l'intérêt. — Emprunt au pair ou au-dessous du pair, taux des emprunts français, errements suivis en Angleterre et en Italie.....                                                           | 281 |
| Garanjie d'inconvertibilité. — Immunité fiscale. — Abandon du droit de taxation en Angleterre sur une partie des titres du troisième emprunt. — Faculté de libération par versements partiels..... | 286 |
| Types amortissables et perpétuels. — Opinion différente en France et en Angleterre sur le fardeau de la Dette, conception italienne.....                                                           | 291 |

#### II. — Résultats des emprunts

|                                                                       |     |
|-----------------------------------------------------------------------|-----|
| Emprunts français.....                                                | 295 |
| Emprunts anglais. — Mécanisme du déplacement des fonds en banque..... | 295 |



|                         |     |
|-------------------------|-----|
| Emprunts italiens.....  | 303 |
| Emprunts allemands..... | 307 |

III. — **Participation aux emprunts des différentes catégories d'épargne.**

|                                                              |     |
|--------------------------------------------------------------|-----|
| Comparaison des pourcentages en Italie et en Allemagne. .... | 312 |
|--------------------------------------------------------------|-----|

CHAPITRE VII

***L'Emprunt sous forme de papier monnaie  
et de billets de banque***

I. — **Les émissions d'Etat.**

|                                                                    |     |
|--------------------------------------------------------------------|-----|
| Les Currency notes en Angleterre. — Détournement de leur but. .... | 320 |
| Les billets d'Etat en Italie. ....                                 | 322 |
| Les Reichskassenscheinen en Allemagne. ....                        | 325 |

II. — **Les émissions de billets de banque.**

|                                                                           |     |
|---------------------------------------------------------------------------|-----|
| Modalités et mouvement des avances de la Banque de France. ....           | 326 |
| Avances des Banques d'émission italiennes. — Fournitures de billets. .... | 329 |
| Les Ways and Means et les Deficiency advances. ....                       | 332 |
| Avances de la Banque de l'Empire d'Allemagne. ....                        | 335 |

III. — **Situation générale.**

|                                                                                     |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Situation générale du marché monétaire due à l'augmentation de la circulation. .... | 337 |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-----|

DEUXIÈME PARTIE

**La politique financière d'après guerre et la liquidation des dettes publiques.**

CHAPITRE PREMIER

***Les emprunts et la politique financière d'après guerre.***

|                                                                          |     |
|--------------------------------------------------------------------------|-----|
| Tendance à l'aggravation des dépenses. ....                              | 341 |
| Budgets français et allemand. — Déficit en Italie et en Angleterre. .... | 342 |

|                                                                                           |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Développement de nouveaux systèmes fiscaux. — Recours à l'emprunt. ....                   | 344 |
| Discussion sur l'emprunt à lots. Résultat de ce type en Allemagne. ....                   | 350 |
| Recours aux banques d'émission. — Expansion de la circulation chez les belligérants. .... | 353 |

## CHAPITRE II

### *La liquidation des dettes publiques de guerre.*

#### I. — Situation générale des dettes publiques.

|                                                                                                         |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Poids de la Dette sur les générations futures. — Théorie Ricardienne. — Critique de cette théorie. .... | 364 |
| Influence des dettes sur les prix. — Opinion du professeur Cassel. — Réaction sur les changes. ....     | 366 |
| Effets généraux de l'accroissement de la circulation. ....                                              | 371 |

#### II. — Théories et projets de liquidation.

|                                                                                                   |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| La théorie de la Dévaluation, d'après le professeur B. Mall et le retrait du papier monnaie. .... | 372 |
| Projet de M. Hofman sur la révision et la conversion des dettes de guerre. ....                   | 375 |
| Inutilité des nouveaux emprunts. Déclarations de MM. A. Chamberlain et C. Glass. ....             | 380 |
| CONCLUSION. ....                                                                                  | 383 |













